

La Dévaluation du Franc Belge

Mars 1935 - Avril 1936

par

Jean SYLVESTRE

Diplômé de l'École Libre des Sciences Politiques - Licencié ès Sciences

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT
présentée et soutenue le 17 Décembre 1938

MEMBRES DU JURY

Président de thèse : **M. LESCURE**

Assesseurs : **MM. NOGARO et AFTALION**

PARIS - 5^e

LIBRAIRIE TECHNIQUE ET ÉCONOMIQUE

3, Rue Soufflot, 3

1938

LA DÉVALUATION DU FRANC BELGE

Mars 1935 - Avril 1936



Digitized by the Internet Archive
in 2026

La Dévaluation du Franc Belge

Mars 1935 - Avril 1936

par

Jean SYLVESTRE

Diplômé de l'École Libre des Sciences Politiques - Licencié ès Sciences

THÈSE POUR LE DOCTORAT EN DROIT
présentée et soutenue le 17 Décembre 1938

MEMBRES DU JURY

Président de thèse : **M. LESCURE**

Assesseurs : **MM. NOGARO et AFTALION**

PARIS - 5^e

LIBRAIRIE TECHNIQUE ET ÉCONOMIQUE

3, Rue Soufflot, 3

1938

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.



A mon Père.

AVANT - PROPOS

L'année 1935 et le début de l'année 1936 marquent, sans contredit, une amélioration générale de la situation économique du monde. La dépression, dont l'acuité semble avoir été ressentie particulièrement en 1932, fait place à une reprise notable.

Ainsi que le constate le rédacteur en chef du Rapport annuel de la S.D.N., « à la fin de 1935 les indices d'ordre économique sont plus encourageants qu'ils ne l'ont été à n'importe quelle période depuis le début de la crise ». La production industrielle des 21 pays pour lesquels on dispose d'indications a, depuis trois ans, en dépit de vicissitudes diverses et de cas particuliers, légèrement monté ; elle est de peu inférieure aux chiffres maxima de 1929. Depuis son point culminant en 1933, le chômage mondial a diminué de presque un tiers. Le prix des matières premières les plus importantes a regagné environ la moitié du terrain perdu pendant la crise. L'écart entre les prix des produits agricoles et les prix des produits industriels tend à disparaître. Le poids des dettes a diminué. Le cours des actions dépasse en général d'environ 60 % le niveau le plus bas atteint en 1932.

Les causes de l'amélioration économique sont diverses. Selon le professeur Wagemann, directeur de l'Institut de Conjoncture de Berlin, il faut attribuer celle-ci à la réunion de facteurs psychologiques, économiques et financiers. D'une part, les besoins longtemps insatisfaits, les stocks en grande partie épuisés, des prix mieux adaptés amèneraient une augmentation de la consommation et des investissements nouveaux. La production accrue de l'or, la mise en circulation des trésors de l'Orient, favoriseraient le bon marché du loyer de l'argent. La stabilité, au moins de fait, des principales monnaies, défavoriserait la spéculation, découragerait la thésaurisation et faciliterait le développement des transactions commerciales. D'autre part, la disparition progressive de la surproduction des produits agricoles provoquerait l'accroissement du pouvoir

d'achat de tous les pays et de certains Etats, grands acquéreurs d'articles industriels, en particulier. L'Institut allemand d'Observation et de Conjoncture note à cet égard que la valeur d'échange des produits agricoles dans le commerce international s'est élevé de 33 % de 1932 à 1935.

Sans doute le professeur Wagemann énumère-t-il la plupart des éléments qui ont pu contribuer à la reprise, mais ces éléments n'ont pas agi à la fois dans tous les pays, et dans chacun de la même façon. Ils ont eu des répercussions diverses dans chaque nation et nombre d'Etats ont vu leur économie influencée par d'autres facteurs qui ont parfois réduit et contrecarré l'action de ceux décrits par l'économiste allemand. La progression économique est loin d'être aussi générale que semble l'indiquer certaines études récentes. L'ensemble est sans doute meilleur, mais bien des pays restent encore dans une situation difficile qui, pour certains, s'aggrave encore.

Durant l'année 1934, la conjoncture de certains pays, notamment de la Suède, du Japon et de la Grande-Bretagne, s'est nettement améliorée. Celle des Etats-Unis et des nations de l'Europe Centrale n'a que faiblement progressé. Celle de la Belgique, de la Hollande, de la Suisse et de la France a nettement fléchi. D'une façon générale, les pays du Bloc Sterling, grâce peut-être à leur audacieuse politique monétaire et de crédit, ont été les premiers à surmonter la crise ; les nations qui suivirent une politique de déflation sans cesse remise au point par de multiples variations ont vu leur économie décliner.

La reprise, limitée géographiquement à certaines nations, n'atteignit pas non plus, dans les pays où elle se manifestait, toutes les branches de la production ou du moins ne les toucha qu'à des degrés fort différents. L'agriculture en bénéficia moins que l'industrie. Dans la plupart des pays européens, seules certaines entreprises en profitèrent pleinement : les charbonnages, les industries chimiques et métallurgiques. Leur activité augmenta surtout grâce à des facteurs étrangers à l'économie. Cette sorte de spécialisation de la reprise montre bien son caractère souvent artificiel.

Presque partout, ce sont des interventions gouvernementales qui ont donné l'impulsion première et souvent aussi entretenu le mouvement ascensionnel. Dans toute une série de pays, Allemagne, Italie, Japon, et à un moindre degré Etats-Unis, l'essor cons-

taté est dû uniquement à l'aide apportée par le Gouvernement à certaines industries, à l'accroissement des dépenses publiques, à une politique de larges crédits concrétisés par la constitution d'organismes bancaires d'Etat.

Dans la mesure où elle dépend d'une opération monétaire ou d'une distribution de crédit dangereuse et irrenouvelable, la reprise ne peut être considérée comme définitive. Sa portée reste discutable ; des causes de crise persistent. Si parfois les conjonctures paraissent meilleures, les problèmes de structure ne sont pas pour autant résolus ; l'adaptation des pays aux conditions nouvelles des échanges est loin d'être terminée. Au contraire, une grande partie de l'évolution constatée provient de l'équipement des pays neufs.

Les relations économiques internationales ne se sont pas perfectionnées de façon appréciable ; le problème de la répartition des matières premières, le problème des dettes et des balances de comptes ne sont pas résolus. Des entraves multiples : tarifications douanières, contingentements, restrictions de change, empêchent les échanges de marchandises et les transferts de capitaux. Si les conjonctures nationales se sont améliorées, les transactions internationales n'ont pas progressé pour autant. A vrai dire, une des particularités du renouveau économique est le profond écart qui existe entre le développement des unes et des autres. Tandis que l'ensemble de la production industrielle des diverses nations a augmenté depuis le milieu de 1932 d'environ 45 %, le commerce mondial ne s'est accru en volume que d'environ 13 1/2 %.

Le progrès d'un pays est aujourd'hui le plus souvent fonction du développement de son marché intérieur ; de ce fait, il contrarie plutôt qu'il ne sert l'essor mondial. L'autarcie peut améliorer la conjoncture d'un pays, mais elle tend naturellement à diminuer les transactions internationales. L'essor d'un pays ou d'un groupe de pays ne peut provoquer celui d'une nation donnée, si, par la suite, il y contribue. Les tendances autarciques de la plupart des pays accusent d'ailleurs des inégalités, si bien que des pays de structure analogue se trouvent les uns en plein essor, les autres en pleine crise. L'amélioration de la conjoncture mondiale est faite essentiellement de la juxtaposition et de l'addition d'économies particulières en voie de développement. Elle n'est en aucune matière le résultat d'une tendance générale qui, par une série d'interférences, gagnerait peu à peu tous les pays et provo-

querait de proche en proche de nouveaux essors. Sans doute l'influence de la reprise générale se fait-elle sentir sur le développement d'un pays donné, mais elle est réduite au minimum et ne peut même être appréciable que dans la mesure où ce pays, ayant déjà par lui-même amélioré sa situation, ne croit plus avoir besoin de son isolement.

La reprise constatée en Belgique, mise en lumière par le tableau de la production industrielle, ne peut être attribuée au développement de l'économie mondiale, quoique celle-ci la favorise peut-être actuellement.

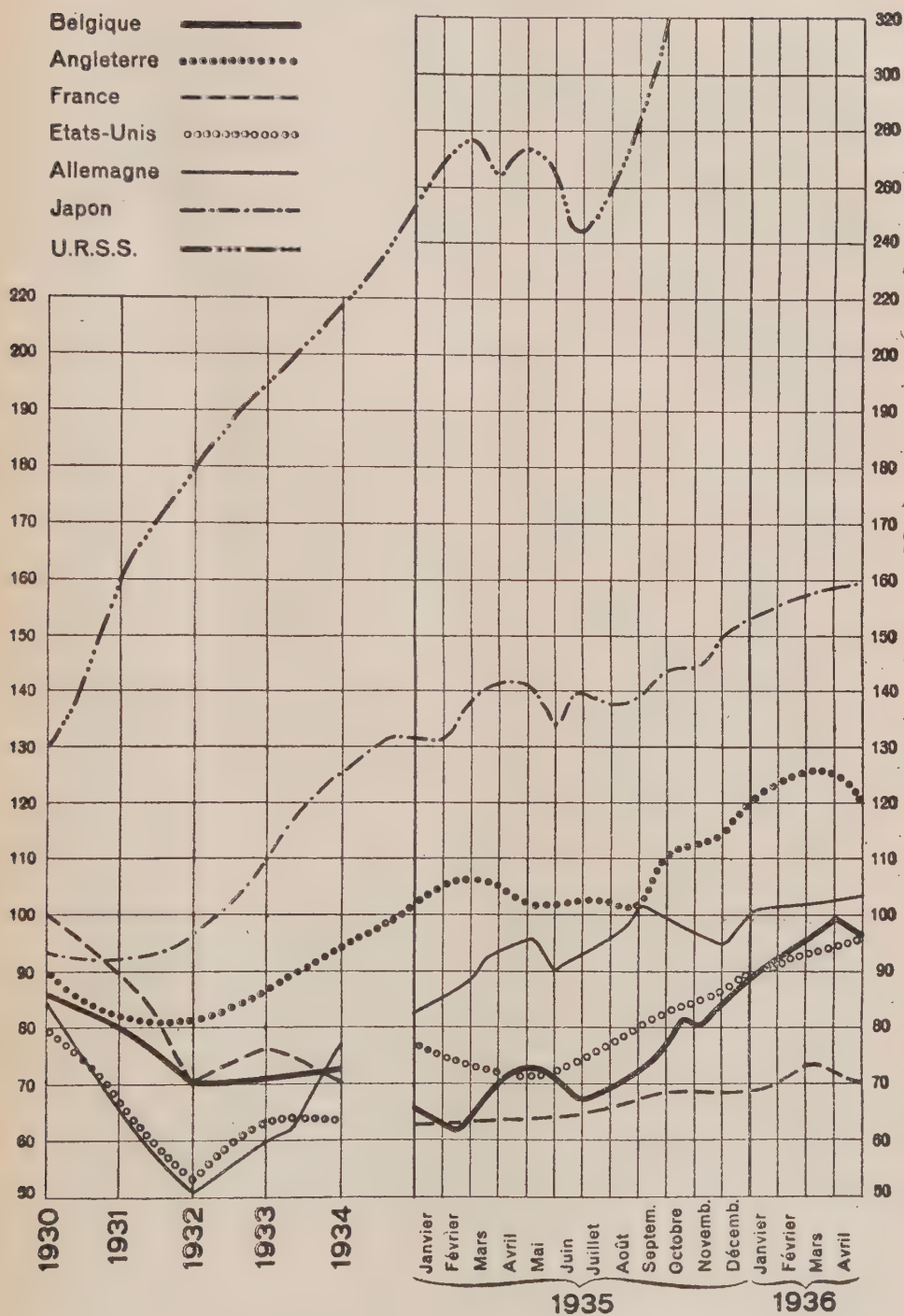
La courbe de la conjoncture belge est bien différente de celle de la plupart des pays en progrès ; elle s'infléchit encore alors que les autres remontent, pour atteindre son point le plus bas au début de 1935, tandis que généralement les minima se placent en 1932. Le 1^{er} avril 1935, elle s'élève brusquement et plus rapidement que celle des autres pays. Aucune interdépendance mutuelle ne peut être notée entre la conjoncture belge et la conjoncture mondiale. L'incidence de celle-ci n'est pas un facteur déterminant de la reprise belge.

Les liens économiques et financiers de la Belgique et du Congo sont cependant trop étroits pour que la situation de la métropole n'ait pas été influencée par celle de la colonie et donc, indirectement, par l'essor de l'économie mondiale. Le Congo, essentiellement fournisseur de matières premières, devait éprouver fortement la répercussion de celui-ci. Mais la Belgique, concurrencée de plus en plus sur le marché colonial, ne pouvait qu'en sentir l'effet atténué, sauf peut-être dans le domaine financier où son incidence restait néanmoins assez faible.

Le changement d'allure de la conjoncture belge est dû essentiellement à des causes propres à la Belgique, bien que, par sa structure de marché répartiteur et transformateur, le Royaume ait pu paraître plus sensible que d'autres nations à l'influence de la conjoncture mondiale.

Diverses circonstances particulières ont favorisé, pendant l'année 1935, l'évolution de l'économie belge. Elles ne paraissent pas toutefois avoir eu une influence définitive.

Indices de la production industrielle



Si l'Exposition Universelle de Bruxelles, tenue de mai à novembre, peut paraître, par le succès qu'elle a remporté et l'afflux de touristes qu'elle a provoqué, avoir favorisé le développement de nombreuses entreprises locales, elle ne semble pas toutefois, au regard des statistiques, pouvoir être considérée comme un facteur décisif de reprise. Sans doute a-t-elle fait sentir ses effets même après sa clôture en rendant nécessaire le renouvellement de stocks épuisés par une clientèle étrangère. Mais son temps ne coïncide pas avec l'époque où la courbe de la production industrielle accuse la plus nette augmentation. Si l'on tient compte des variations saisonnières, celle-ci s'est relativement beaucoup plus élevée dans les derniers mois de l'année 1935, après que l'Exposition fut terminée.

De même, le conflit italo-abyssin n'apparaît pas comme une cause de l'amélioration de la conjoncture belge durant le dernier trimestre 1935 et le premier trimestre 1936. Sans doute, bien que des déclarations officielles aient proclamé à maintes reprises la volonté du Gouvernement Belge de respecter les sanctions économiques édictées par la Société des Nations, celles-ci ont-elles été appliquées en Belgique de telle façon que les industries nationales ont moins souffert que celles d'autres pays. Sans doute a-t-on trouvé de multiples moyens d'éviter les restrictions financières, et les exportations de charbon à destination de l'Italie furent-elles considérablement accrues, mais les ventes faites à ce pays n'ont concerné qu'un nombre assez restreint de marchandises et paraissent avoir été provoquées plus par la baisse des prix belges que par d'autres facteurs. Elles sont moins une cause qu'une conséquence de l'amélioration de la conjoncture du Royaume et ne peuvent expliquer son caractère général.

Il ne semble pas non plus que l'essor de la Belgique soit le résultat direct de la politique du Gouvernement qui présida à ses destinées de mars 1935 à mars 1936. Le gouvernement van Zeeland prit soin de favoriser par des moyens divers la distribution d'un crédit bon marché. Des organismes spéciaux dépendant de l'Etat furent créés pour remédier à la carence ou aux exigences des banques et assurer aux entreprises en difficulté des disponibilités immédiates. Si le volume et le bon marché des crédits distribués peuvent paraître, de prime abord, avoir exercé une influence prépondérante dans l'amélioration de la conjoncture belge en lui servant en quelque sorte de base, il convient cepen-

dant de remarquer qu'une politique de crédit, parfois socialement nécessaire, n'est jamais suffisante pour provoquer une reprise économique. L'exemple des Etats-Unis durant ces dernières années le prouve pertinemment. Les ressources péniblement rassemblées par les plus ingénieuses combinaisons restent sans emploi si, par ailleurs, ne se montrent des perspectives de reprise. En Belgique même, les crédits, mis en 1934 à la disposition des producteurs par l'intermédiaire d'organismes spécialisés et de banques privées, ne provoquèrent aucune amélioration de la situation.

Pas plus que la distribution de ressources presque gratuites par l'Etat et pour les mêmes raisons, les mesures prises par le Gouvernement pour organiser le crédit privé ne peuvent être considérées comme responsables du retour à la prospérité. Les lois sur le contrôle des banques et la protection de l'épargne, la création d'une commission bancaire chargée d'exercer une surveillance des établissements de crédit, n'étaient d'ailleurs pas des faits essentiellement nouveaux, au moins en leurs principes, ni des mesures réellement efficaces. Le public, aidé par une presse portée à la critique, ne pouvait se tromper. Ces mesures spectaculaires, mais essentiellement négatives, n'étaient pas capables par elles-mêmes de rendre aux épargnants une confiance indispensable à la fin de la thésaurisation.

Une politique de crédit est capable de résoudre une crise financière. Par elle-même, elle ne peut guère remédier de façon durable à une crise économique, si parfois et momentanément elle l'atténue. Aussi, serait-ce plutôt la politique économique du Gouvernement van Zeeland que l'on louerait d'avoir contribué à la reprise. La réglementation de la production et de la distribution des marchandises, la suppression délibérée d'industries traditionnelles dont les débouchés étaient atteints par le développement des pays neufs, les faveurs accordées à de nouvelles industries capables de fournir le marché intérieur d'articles jusqu'alors importés, la tendance à donner l'exclusivité du marché belge aux entreprises nationales, semblent, en effet, de nature à favoriser le progrès économique du Royaume. Toutefois, si ces réformes de structure peuvent être favorables à longue échéance, elles sont encore trop récentes pour avoir porté des effets appréciables.

Malgré une persévérance remarquable dans leur application, elles restent à l'état d'ébauche ; leur adoption se heurte à de nombreux obstacles. On ne modifie pas d'un coup l'économie d'un pays. La conjoncture de la Belgique dépend toujours dans son

ensemble de la situation d'un nombre limité d'industries-clefs. La politique de crédit et les mesures d'ordre économique adoptées par le Gouvernement van Zeeland porteront leurs fruits dans un avenir assez lointain ; bien qu'elles contribuent au progrès de l'amélioration, elles n'indiquent ni pourquoi, ni comment, le 1^{er} avril 1935, la courbe de la conjoncture du Royaume se redressa brusquement. Pour expliquer cette transformation radicale, il est impossible de ne pas mettre en lumière la coïncidence de la dévaluation du belga et l'évolution de la situation économique et financière. Les deux faits sont trop concomitants pour qu'il n'y ait pas lieu d'y voir une relation de cause à effet.

Il semble que l'opération monétaire n'ait pas été une simple formalité de la part d'un gouvernement qui aurait eu souci de faire du nouveau et qui, par un choc psychologique, aurait désiré créer un « climat » où il lui fût plus facile d'agir, en préparant son action et en assurant sa durée par des conceptions et des réalisations originales. La dévaluation a eu des résultats indéniables. Il convient cependant de les apprécier à leur juste valeur, sans se laisser influencer par des controverses d'écoles. Il ne faut ni nier sa valeur *a priori* comme l'ont fait de nombreux partisans, ni clamer ses louanges sans examen.

Il importe de rechercher si la dévaluation fut la cause du renversement de la conjoncture ou si elle ne fut qu'un point de départ ou qu'une aide précieuse.

La dévaluation était-elle nécessaire ? Ou, bien que non nécessaire, a-t-elle cependant apporté des résultats favorables ? N'a-t-elle fait que préparer un terrain et créé un « climat » ? Fut-elle, par elle-même, un facteur de progrès, ou bien, pour réussir, fallut-il qu'elle fût accompagnée d'une politique spéciale ?

Si l'amélioration constatée doit lui être attribuée, quelles sont la nature, l'ampleur et la durée du redressement à porter à son crédit ? De quels frais ce redressement s'est-il accompagné, qui doivent être mis à son débit ?

La réponse à ces questions sera cherchée dans les pages qui suivent. Elles n'ont pour dessein que de préciser pour la Belgique quels furent les préludes et les conséquences d'une dévaluation opérée dans certaines conditions en mars 1935. Toutefois, la recherche de la vérité permettra peut-être de dégager des leçons et des principes valables pour d'autres pays, dans la mesure où, d'un cas particulier, l'on peut essayer de déduire une théorie générale.

CHAPITRE PREMIER

La Belgique avant la dévaluation

Pour procéder à un inventaire aussi exact que possible de la situation de la Belgique avant la dévaluation, il convient tout d'abord de rappeler les grands facteurs traditionnels de son économie pour donner à chacun son importance réelle.

La Belgique, petit Etat, est une grande Nation industrielle. Depuis longtemps l'agriculture a été peu protégée et relativement sacrifiée, afin d'assurer la prospérité de l'industrie par de bas salaires et un coût de vie peu élevé. Les débouchés de l'industrie sont recherchés moins sur un marché intérieur nécessairement étroit que sur les marchés étrangers. Toutefois, le sort de la Belgique ne doit pas être lié à celui de sa balance commerciale. Un solde déficitaire n'est pas de grande importance. En période normale, la balance des comptes est équilibrée largement par des exportations invisibles, tourisme, frêts, ainsi que par les salaires des ouvriers frontaliers et les revenus de capitaux investis à l'étranger. Seul le chiffre global du Commerce Extérieur importe, puisqu'il traduit non un rapport nécessairement déséquilibré, mais le total des ventes et des achats à l'étranger.

Essentiellement exportatrice, l'industrie du Royaume est presque uniquement transformatrice. A l'exception du charbon, la Belgique possède peu de matières premières ; il lui faut effectuer la plupart de ses achats à l'étranger. D'autre part, l'économie belge dépend en grande partie d'un petit nombre d'industries-clefs dont l'activité se répercute profondément sur l'ensemble du pays. Ces industries sont des industries lourdes ou productrices

d'objets de masse : charbonnages, entreprises métallurgiques, textiles.

Du fait de sa situation géographique, la Belgique est également un grand pays de transit. Entrepreneurs de transports, affréteurs, courtiers, marins, intermédiaires de toute espèce, profitent du trafic qui se fait à Anvers. La prospérité de cette ville, dont l'importance est disproportionnée au Royaume, se reflète grandement dans son économie.

Nation industrielle, la Belgique est aussi un grand pays bancaire. L'importance des organismes financiers y est considérable. Les banques belges effectuent d'ailleurs peu de placements à l'étranger ; elles soutiennent surtout l'industrie nationale. Banques à la fois de dépôts et d'affaires, elles sont liées étroitement aux entreprises du Royaume et servent la mise en valeur du Congo. Elles rendent ainsi la situation des épargnants solidaire de l'activité économique.

Constituée pour l'échange des capitaux et des marchandises, la Belgique devait, après quatre ans de crise, voir en 1934 son industrie et ses finances profondément affectées par les restrictions des transactions internationales. Mais il serait inexact de prendre pour période d'examen les trois derniers mois qui précédèrent la dévaluation. Sans parler de facteurs saisonniers qui peuvent dénaturer une comparaison, il est certain que depuis le début 1935 et même depuis décembre 1934, l'économie belge était déjà entrée, comme l'a remarqué fort bien M. Michel (1), dans la « zone de la dévaluation » et que la croyance générale en une réduction inéluctable et prochaine de l'étalon monétaire pesait à la fois sur l'économie et les finances.

Cette période doit être portée au débit de la dévaluation. La recrudescence de la crise devenait de plus en plus grave à mesure que le temps s'écoulait. Tous les indices concourent pour montrer, dans ces trois mois, des difficultés nouvelles, inattendues et inexplicables autrement que par l'influence de la dévaluation pressentie. Le nombre inférieur de wagons chargés pour les besoins de l'industrie, l'accroissement des stocks témoignent de la contraction des échanges. Les exportations diminuent ; même les achats à l'intérieur se réduisent. Bien que les vendeurs ne semblent pas

(1) Henri MICHEL. *La Dévaluation belge.*

avoir hâte de se débarrasser de stocks dont ils espèrent la plus-value, les cours baissent. La spéculation se marque moins d'ailleurs par l'achat de marchandises ou de biens immobiliers que par l'acquisition de valeurs étrangères, devises ou titres. Les retraits de la Caisse d'Epargne, la diminution des comptes-courants et des dépôts dans les banques, les avances sur fonds publics à la Banque Nationale, s'accroissent. Le taux d'intérêt des reports, la valeur du call money augmentent considérablement. Bref, pendant le premier trimestre de 1935, les statistiques accusent des perturbations qui, pour être déprimantes, n'en sont pas moins quelque peu artificielles et ne rendent pas compte de la situation véritable de la Belgique. Pour être objectif, l'examen doit porter sur l'ensemble de l'année 1934.

SECTION I. — SITUATION ECONOMIQUE

Dans le bilan économique du Royaume, la situation de l'agriculture sera systématiquement négligée. On analysera l'état de l'industrie et surtout celui de certaines industries essentielles.

A. — L'Activité Economique

L'année 1934 semble caractérisée à la fois par l'accroissement de la production et par la diminution de la rentabilité des entreprises, la concomitance de prime abord illogique de ces deux phénomènes ayant des conséquences désastreuses.

1° LA PRODUCTION INDUSTRIELLE.

Les statistiques de la S.D.N. et les statistiques belges mettent en évidence que, si pendant l'année 1934 la *production industrielle* reste bien inférieure à celle de 1929, elle décèle néanmoins, par rapport à l'année précédente, une légère augmentation. Les chiffres sont d'ailleurs de nature et d'importance trop différentes pour qu'on puisse les accepter sans corrections. Le tableau suivant reprendra, suivant les indices établis par l'Institut des Sciences Economiques de Louvain, la situation détaillée de la production

industrielle, en tenant compte de l'importasce de chaque industrie dans l'économie de la Belgique. Ce tableau montrera que la hausse de la production n'est sensible que si l'on a soin d'en exclure l'indice des entreprises textiles dont la conjoncture, influencée par de multiples facteurs, révèle un état catastrophique et anormal malgré la crise.

Indices annuels de la production industrielle

Base de l'indice 1933-1935 = 100	1929	1933	1934	Coefficient d'importa- tauce	Mouve- ment de 23-34	Mouve- ment de 33-34	Mouve- ment de 33-34 non compris indust. Textiles
Carrières et industries connexes (ciments)	131,8	75,8	72,4	5	-59,4	- 3,4	+3,8
Houille et industries connexes	118,1	108,6	112,2	20	- 5,9	+ 3,6	
Métallurgie fer	158,5	101,2	110,4	27	-48,1	+ 9,2	
Métaux non ferreux	164,3	175,1	176,2	4	+11,9	+ 1,1	
Textiles	135,5	86,7	64,5	24	-71	-22,2	
Industries aliment.	108,6	99,3	99,8	9	- 8,8	+ 0,5	
Tabac	111,2	104,3	107,4	1	- 3,8	+ 3,1	
Allumettes	118	67,9	61,1	1	-56,9	- 8,8	
Industries verrières	136,1	52,7	65,2	7	-80,9	+ 2,5	
Papier	138,5	111	108,8	2	-29,7	- 2,2	
Moyenne	137,1	97,2	95,3	100	-41,8	- 2,1	

La production globale de charbon s'accrut d'environ un million de tonnes au cours de l'année 1934, soit de 4 % par rapport à 1933 et de 23,1 % par rapport à 1932. Elle représenta 95 % du chiffre moyen de 1928 à 1931. La production et la consommation d'électricité augmentèrent de 3,1 % par rapport à l'année précédente, passant de 3.902 à 4.023 millions de Kw/h.

Activité de la sidérurgie belge

	Nombre de H F en activité à fin de période		Production mensuelle										Production journalière moyenne d'un H F			
			fonte totale	acier brut		acier moulé		aciers finis		fers finis		t.	H F			
En milliers de tonnes																
%		%		%		%		%		%						
1928	..	..	56	100	325	100	318	100	9,5	100	250	100	14,4	100	189	100
1929	..	..	56	104	341	105	334	105	10,1	106	260	104	13,2	92	198	105
1930	..	..	44	79	283	87	275	87	8,7	92	217	87	10,2	71	182	96
1931	..	..	44	79	269	83	255	80	5,5	58	196	78	5,2	36	198	105
1932	..	..	37	66	232	71	230	72	4,2	44	171	68	3,0	21	205	109
1933	..	..	32	57	229	70	222	70	4,5	47	174	70	3,2	22	217	115
1934	..	..	37	96	242	74	242	76	4,0	42	181	72	4,8	33	221	117

La production sidérurgique, bien que demeurant inférieure à celle de 1931, progressa légèrement, la production de fonte passant de 2,7 à 2,9 milliers de tonnes ; celle de l'acier de 2,6 à 2,9. La part de la Belgique dans la production mondiale de ces articles s'éleva de 4,35 et de 3,53 % en 1928, à 4,68 et 3,65 %. Si la construction mécanique eut à souffrir en 1934 du suroutillage de l'industrie et d'une spécialisation trop poussée et si, bien que de nouvelles fabrications aient été commencées, les ateliers de construction, notamment ceux spécialisés dans les tramways et les machines textiles ne travaillèrent qu'à 50 % de leurs possibilités, par contre l'industrie des métaux non ferreux apparut en nette reprise. La production du zinc brut s'accrut de 27 % par rapport à l'année précédente. L'activité des industries du plomb progressa de 7 % et dépassa le niveau de 1928.

Pour les produits chimiques, il est difficile d'avoir un aperçu d'ensemble ; les articles sont trop divers, le développement récent et rapide de cette industrie en Belgique affecte trop de fabrications nouvelles pour qu'il soit possible d'établir d'une année à l'autre des comparaisons satisfaisantes. Toutefois, l'impression générale est que l'activité de la grosse industrie se serait accrue en 1934. Le volume des ventes d'engrais, de corps gras et de colles s'éleva notablement.

La production globale des carrières, cimenteries, briquetteries, des entreprises faïencières et céramiques accuse au cours de l'année 1934, une légère régression de 4 % par rapport à l'année précédente. Mais les verreries et les glaceries travaillèrent mieux et exportèrent davantage.

Si l'on excepte donc les textiles, dont la situation fut handicapée par une grève qui immobilisa pendant plus de quatre mois la majeure partie de l'industrie lainière, la production industrielle reste à peu près identique à celle de l'année précédente. Des cas particuliers plus brillants peuvent même paraître à certains un indice de reprise. Néanmoins il semble que ce soit là une vue de l'esprit quelque peu superficielle.

Il convient, d'ailleurs, de faire des réserves sur la signification de l'augmentation de la production. Celle-ci provint le plus souvent de causes extra-conjoncturelles et temporaires.

Le développement de la consommation de gaz et d'électricité n'est pas dû à un accroissement des besoins de l'industrie mais à

leur plus grand emploi par les particuliers comme moyen d'éclairage et de chauffage. La tension des rapports internationaux favorisa les industries d'armement. Des commandes exceptionnelles sont venues secourir des entreprises en difficulté. Ainsi, la Société Nationale des Chemins de Fer Belges a-t-elle, à l'instigation du Gouvernement, remplacé les wagons en bois par des voitures métalliques et commandé des locomotives modernes et des automotrices. L'Etat est intervenu lui-même, en activant les travaux de Défense Nationale, en faisant procéder à la réfection des routes, ainsi qu'à la construction de nombreux ponts.

D'autre part, de nouvelles fabrications : petits outillages, meubles métalliques, machines à coudre et à calculer, etc..., ont été commencées en 1934. Elles s'inscrivent dans les résultats de cette année, alors qu'elles ne figuraient pas dans ceux de 1933. Enfin, de plus en plus, des mesures de protection rigoureuses réservèrent le marché intérieur à l'industrie nationale. Les adjudications publiques devinrent son monopole. Le contingentement des charbons, supprimé le 1^{er} janvier 1934, fut rétabli en octobre, et la taxe d'importation portée de 10 à 15 francs la tonne, le 15 juin 1934.

L'augmentation de la production fut d'ailleurs fort inégale suivant les industries. Si l'accroissement de protection n'attirait pas encore les repréailles étrangères, les crédits distribués par l'Etat et l'autorisation donnée à quelques industries de pratiquer des prix plus élevés sur le marché intérieur ne profitaient à certaines entreprises qu'aux dépens des autres, lésaient les consommateurs et les contribuables, grevaient l'économie du Royaume. La production se développa davantage dans les industries où la cartélisation fut le plus activement poussée. Ainsi, la sidérurgie belge dut en grande partie son amélioration à l'extension du Cartel International de l'Acier. De même, les charbonnages profitèrent de la création d'un Office National et l'industrie chimique tira grand avantage de la conclusion d'une entente entre fabricants.

Le développement de la production provint également de la concentration et de la rationalisation des entreprises. Le pourcentage de production houillère réalisée par l'emploi d'appareils mécaniques passa notamment de 85 en 1928 à 96 en 1934. Le métier automatique remplaçant le métier mécanique, le rendement de l'ouvrier augmenta de 8,5 % de 1933 à 1934 dans les entreprises de tissages. Cette augmentation de production, due à une plus grande rationalisation, pouvait paraître de bonne politique car, en permettant la

réduction des prix de revient, elle diminuait les déficits d'exploitation. Toutefois, elle n'élevait pas sensiblement le pouvoir d'achat, puisqu'elle substituait la machine à l'homme. L'augmentation de la production n'était pas accompagnée d'un accroissement de consommation. Une crise de sous-consommation s'ajoutait à la crise de surproduction pour donner naissance à des stocks, dont l'importance pesait lourdement sur la situation financière des entreprises.

2° LA CONSOMMATION.

L'effort de rationalisation des grandes entreprises et le fléchissement de nombreuses petites industries provoquaient un développement progressif du *chômage*. Le tableau suivant dressé d'après les statistiques du Ministère du Travail, donne un aperçu assez net de l'évolution du chômage complet et partiel au cours de la crise. En 1934, le chômage atteignit son maximum, bien qu'à la suite de mesures très rigoureuses, le nombre des ouvriers étrangers employés en Belgique ait été sensiblement réduit.

Années	Chômeurs complets	Chômeurs partiels	Nombre de journées perdus par mille assurés et par semaine
Fin 1929	15.761	20.309	130
1930	63.540	117.519	629
1931	129.380	164.099	1.223
1932	171.028	155.669	1.337
1933	194.279	163.537	1.407
1934	212.713	167.562	1.484

Plus même que la diminution des salaires, l'aggravation du chômage entraîna une diminution considérable du pouvoir d'achat des masses ouvrières, dans le temps où la crise agricole diminuait les revenus des paysans.

Les répercussions de la crise agricole semblent toutefois avoir été moins graves que les conséquences du chômage. *L'Agriculture* n'occupe qu'une place relativement peu importante dans le système économique belge. Le régime traditionnellement rude qui lui est imposé lui procure de précieuses facultés de résistance. En fait, les données des index agricoles calculés par le Boerenbond (1), ne

(1) L'index mensuel et pondéré des frais de production et des prix de vente établi par le Boerenbond est calculé en comparant les uns aux autres, les prix actuels aux prix moyens des mois correspondants d'une période de base comprenant les années de 1909 à 1914.

font apparaître qu'un léger fléchissement. Le rapport des prix de vente aux frais de production, déjà négatif en 1929 n'accuse qu'une minime différence. L'écart entre les uns et les autres est passé de 18 points en décembre 1929 à 28 points en décembre 1934. D'ailleurs, les chiffres, tout relatifs, n'ont pas de valeur en eux-mêmes. Ils permettent simplement une comparaison avec les années qui précédèrent la guerre. Ils indiquent une situation plus mauvaise, mais, pas nécessairement, une situation désespérée.

Si les paysans n'ont pas fait de bénéfices, ils semblent du moins avoir pu vivre. Un Economiste Belge a écrit que malgré la crise, « l'agriculture restait rentable ; qu'elle ignorait le problème du blé, que les fermes et exploitations agricoles de tout genre avaient en 1934 un cachet d'aisance impossible à concilier avec la crise agraire. » Son jugement paraît exact. C'est sans doute en Belgique que l'agriculture a pu le mieux résister à la crise et s'adapter à la dépression. Les épargnes paysannes et celles des milieux ruraux paraissent être restées intactes ; les dépôts aux caisses d'épargne du Boerenbond sont passés de 100 en 1929 à 134,5 en 1933 et 1934. Les dettes n'ont pas sensiblement augmenté. Les Caisses de Crédit du Boerenbond, spécialisées dans le crédit agricole, n'indiquent qu'un accroissement de 100 millions de francs belges des prêts contractés. Sans doute ce chiffre ne concerne-t-il qu'une fraction des dettes agricoles, et, est-il impossible d'évaluer exactement le montant des crédits hypothécaires consentis par les particuliers. Mais il semble que ceux-ci n'ont pas été supérieurs à ceux du Boerenbond. Il n'a été fait que peu appel aux mesures prévues par l'Etat en faveur des débiteurs agricoles : moratoire hypothécaire du 27 juillet 1934, faculté de remboursement anticipé, réduction du taux d'intérêt à un maximum légal. La situation de l'agriculture belge était donc relativement moins mauvaise que celle de l'industrie, bien que sa crise fût plus ancienne. Elle ne pouvait préoccuper les dirigeants de ce pays industriel que dans la mesure où elle se répercutait sur l'activité des entreprises et diminuait le pouvoir d'achat sur le marché intérieur.

Le chômage et la crise agricole, à des degrés divers, provoquaient un amenuisement des revenus et amenaient un fléchissement du niveau de vie de la population, bien que celui-ci fut contrarié par une tendance nouvelle des individus à dépenser, pendant les années de disette, comme au temps de l'abondance. Les industries de luxe, bijouteries, orfèvreries, librairies, l'artisa-

nat du meuble et de la dentelle, furent parmi les plus atteints. La consommation de tabac diminua. On remplaça le cigare par la cigarette. On substitua au beurre la margarine, au vin, la bière.

La diminution du niveau d'existence accrut l'inégalité du développement de la production et de la consommation. Cette inégalité se marqua de façon très nette par une régression du commerce et la constitution de stocks importants.

3° LES ÉCHANGES.

Tandis que l'indice de la production augmentait, le chiffre de wagons fournis à l'industrie diminua, malgré l'amélioration des conditions de transport par fer et une réduction importante des tarifs, le déficit des Chemins de Fer passant de 13 millions l'année précédente à 48 millions. Le volume des trafics routiers se réduisit encore davantage.

Les indices des ventes à la *consommation*, repris au tableau suivant, montrent d'ailleurs la décroissance des *achats intérieurs* qui atteignirent leur minimum en 1934.

Base : Moyenne mensuelle du chiffre d'affaires de 1927=100

Années	Grands magasins			Magasins à succursales	Coopératives et Magasins patronaux		
	Vêtements	Ameuble- ment	Articles ménage	Alimenta- tion	Boulan- gerie	Alimenta- tion	Vêtements
1929	125	140	133	133	94	134	155
1930	118	139	143	135	87	135	158
1931	103	111	137	126	63	125	152
1932	90	99	132	116	55	118	132
1933	83	98	121	117	57	123	126
1934	75	87	106	110	54	115	122

L'étude des chiffres de compensation marque une réduction du nombre des effets, malgré une légère augmentation de leur valeur. Cette contradiction apparente n'est qu'une indication supplémentaire de la mauvaise situation du marché. Elle témoigne, semble-t-il, d'une diminution du nombre des intermédiaires, de la situation plus pénible de certains commerçants de détail et d'un recours plus important des grosses entreprises à l'escompte des banques.

Années	Nombre de chambres de compensation	Nombre d'effets présentés	Valeur des effets
1931	38	4.383	373.388
1932	38	4.143	292.943
1933	38	4.044	251.656
1934	38	3.944	268.222

En 1934, l'activité des entreprises de construction diminua. Au Littoral, le montant des taxes de séjour perçues fut inférieur de 10 % au chiffre de 1933. Malgré les sacrifices consentis par les hôteliers, le tourisme déclina nettement et les bénéfices retirés de cette industrie ne furent plus à même de compenser le très grave fléchissement du Commerce extérieur.

Les *échanges avec les pays étrangers* diminuèrent plus encore que les transactions intérieures. Le nombre des wagons fournis à l'industrie pour le transit et l'exportation dénote une beaucoup plus grande régression que celui des wagons destinés au trafic interne.

Sans doute, le déficit de la balance commerciale s'est-il réduit de 1933 à 1934, passant de 955 millions à 323 millions et, dans le concert international, la Belgique occupa-t-elle en 1934 une place favorisée. Son commerce extérieur atteint 3,30 % des échanges mondiaux contre 2,70 % en 1929. Mais pour la Belgique, l'on a vu que le déficit importe moins que la valeur et le volume global des échanges. Les importations, ainsi que le montre le tableau ci-dessous, bien que légèrement supérieures en poids à celles de 1933, voient leur valeur réduite à 60 % de celle de 1929. Les exportations en cinq ans, passent de 32 milliards à 14 milliards, diminuant en volume de 29 % et en valeur de 68 %.

La baisse relativement plus grande de la valeur des exportations indique d'ailleurs, en plus de l'effort de réduction des prix à l'exportation, un changement sensible de la nature du trafic. La Belgique exporte moins de produits fabriqués.

*Mouvement commercial
de l'Union Economique Belgo-Luxembourgeoise avec l'étranger*

Années	Importations		Exportations		Solde	
	Q. M.	V.	Q. M.	V.	Valeurs (millions de fr.)	Volumes Q. M.
1929	45.074	35.624	25.840	31.880	—3.744	—19.234
1930	42.227	31.094	23.768	26.169	—4.935	—18.459
1931	38.722	23.971	24.617	23.178	— 793	—14.105
1932	31.348	16.343	19.562	15.124	—1.219	—11.786
1933	30.697	15.243	19.936	14.288	— 955	—10.761
1934	31.726	14.021	19.986	13.698	— 323	—11.740

Le transit diminue de 1933 à 1934, bien que la situation du port d'Anvers soit devenue plus favorable et que le tonnage à l'entrée des marchandises et des navires se rapproche de celui de 1930. L'impression favorable donnée par les statistiques du port, s'atténue d'ailleurs si l'on remarque que les ports de Hambourg et surtout de Rotterdam ont enregistré, dans le même temps, des mouvements de hausse bien plus marqués.

Entrées en milliers de tonnes de jauge

Années	Aners	Hambourg	Rotterdam
1932	16.715	18.253	15.637
1933	17.371	17.822	15.413
1934	17.500	18.484	17.932

4° LES STOCKS.

Le progrès de la production, non accompagné de l'extension des débouchés intérieurs ni de l'accroissement des ventes à l'étranger, devait fatalement conduire au maintien et même à l'accroissement des *stocks*. A la fin de 1934, l'importance de ceux-ci est particulièrement remarquable dans deux industries essentielles, les charbonnages et les textiles.

Stocks de houille à la fin de l'année en milliers de tonnes

1929.. .. .	322	1932.. .. .	2,045
1930.. .. .	2,485	1933.. .. .	2,858
1931.. .. .	3,543	1934.. .. .	3,576

	1932	1933	1934
Stocks de fils de coton	66.846	87.091	89.499
Stocks de peignés de laine	2.715	3.902	3.172

En un an, les stocks de houille ont augmenté de 718 milliers de tonnes ou de 24 % ; les stocks de textiles se sont accrus malgré la régression de la production de près de 30 %.

Le regain d'activité de la production industrielle, constatée en 1934, a été largement compensé par l'accroissement des stocks. On ne peut donc voir dans cette amélioration un signe de reprise.

L'augmentation de la production est un facteur de crise si l'économie est en porte à faux. Aussi bien, seul le profit réalisé par les entreprises donne une indication assez exacte de la situation. Loin d'être dominée par une question de production, la condition des industries dépend d'une question de prix et de rentabilité. A quoi sert de produire si l'on ne trouve pas de débouchés suffisamment rémunérateurs ? Les industriels sont toujours libres de fabriquer et de ne pas vendre ou de vendre à perte, mais ils sont libres également de faire faillite. Le bénéfice des entreprises est d'ailleurs mis directement en cause par le développement même de la production, soit que le volume accru de la marchandise incite à vendre à des prix inférieurs, dont la diminution n'est pas compensée par la réduction des frais de revient, soit que se constituent des stocks qui occasionnent des immobilisations importantes et comportent de dangereux risques en cas de baisse des prix. L'accroissement de la production, loin d'être un indice de reprise, peut être au contraire considéré comme l'expression d'une condition financière plus délicate, correspondant à une situation souvent artificielle. Il fut en Belgique, à la fin de 1934, un facteur de crise.

B. — La Rentabilité des Entreprises

La *situation financière des entreprises* ne peut être comparée à leur activité. Si l'on a pu constater une augmentation, d'ailleurs relative, de la production, la rentabilité des entreprises est en diminution manifeste. Les ventes à perte se sont généralisées. Le déficit des entreprises s'est accru ; le recours au crédit augmenta. La situation financière de nombreuses sociétés devint en partie factice.

1° PRIX, PROFITS ET DIVIDENDES.

Si la plupart des entreprises continuent de vendre en 1934 à des prix suffisants pour couvrir leurs frais généraux, il est toutefois significatif que malgré la réduction de ceux-ci que l'on peut chiffrer à 5 ou 6 %, des industries essentielles aient vendu à perte par suite d'une diminution plus appréciable de leur prix de vente.

La baisse des prix de vente, qui suit sensiblement celle des prix de gros, fut en 1934 approximativement de l'ordre de 10 à 12 %. L'indice du prix de vente du charbon passa de 631 à 600 sur le marché intérieur et à 575 sur le marché extérieur. Celui des produits chimiques décrût de 508 à 475. La baisse du prix des laines fut d'un peu plus du tiers. Le prix moyen des briques descendit de 70 francs en 1933 à 60 francs le mille en 1934. Le cours des verres grossiers accusa en décembre 1934 une réduction de 37,5 % sur l'année précédente. Les cours des ciments, plus particulièrement affectés, furent de 40 % inférieurs à ceux de 1930. Il ne servirait à rien d'énumérer de plus longs exemples. Tous les prix de vente baissèrent plus que les frais généraux.

Il est d'ailleurs à remarquer que malgré la concurrence des entreprises pour se réserver un marché en lui-même plus étroit, le fléchissement des cotations intérieures fut inférieur à celui des prix d'exportation. De 1932 à 1934, les exportations s'accrurent en volume alors que leur valeur diminua de un milliard et demi, et que les statistiques font ressortir un nombre sensiblement égal d'exportations de produits fabriqués. En sidérurgie même, où l'institution d'un cartel devait faire paraître moins nécessaires les sacrifices des producteurs, les prix furent notablement différents suivant qu'il s'agit de l'intérieur ou de l'extérieur. Le tableau suivant résume les principales cotations recueillies.

Prix de gros

Années	Blooms		Billetes		Poutrelles		Rails	
	Export. £ or	Intér. Francs	Export. £ or	Intér. Francs	Export. £ or	Intér. Francs	Export. £ or	Intér. Francs
1928	4. 6. 6	833	4.11. 6	866	4.18. 4	905	6. 8. 1	1162
1929	4.10. 2	867	4.17. 9	886	5. 1. 5	940	6.10. 0	1250
1930	4. 0.11	720	4. 5. 6	774	4.12.11	879	6. 5.10	1326
1931	3. 0. 2	557	3. 2. 1	593	3. 6. 0	638	6. 0. 0	1356
1932	2. 1.10	428	2. 2.11	497	2. 5. 2	456	5.18. 1	1146
1933	2. 3. 5	460	2. 5. 0	470	2.10. 8	511	5.16. 1	1100
1934	2. 5. 0	470	2. 7. 0	480	2.15. 0	549	5.10. 0	1100

En cotant la £ au cours moyen de 175 francs belges pour la période envisagée, il ressort nettement une infériorité variable et en moyenne de 15 % des prix à l'exportation.

Une constatation analogue peut être tirée d'une comparaison des mouvements des prix intérieurs et extérieurs de produits verriers que les chiffres ci-dessous résument.

*Comparaison du mouvement des prix intérieurs
et des prix à l'exportation*

Années	Indice officiel des prix de gros des produits verriers	Prix moyens (Fob) à l'exportation par tonne			
		Verres à vitres	Glaces polies	Gobeletterie	Bout., fioles bonbonnes
1927	496 (96,5)	2215 (91)	5787 (80)	5559 (97)	1424 (98)
1928	515 (100)	2437 (100)	7223 (100)	5574 (100)	1447 (100)
1929	741 (145)	2343 (96)	8404 (116)	5497 (99)	1316 (91)
1930	736 (143)	2352 (97)	8738 (116)	5654 (101)	1366 (94)
1931	673 (131)	2357 (97)	8005 (111)	5452 (98)	1262 (87)
1932	689 (134)	2185 (90)	7263 (105)	5938 (107)	1135 (78)
1933	712 (138)	1937 (80)	6794 (94)	5151 (92)	1144 (79)
1934	533 (103,5)	1977 (81)	6342 (88)	4950 (87)	1118 (77)

De façon générale, la comparaison de l'index des prix de gros et des produits exportés et de celui des produits nationaux fait ressortir une baisse des premiers de l'ordre de 362 points et un fléchissement des seconds d'environ 354 points. La différence est plus forte si l'on considère la structure même des indices. Il n'est pas exagéré de penser que si la marge bénéficiaire diminuait encore en 1934 pour les marchés conclus à l'intérieur, les fournitures faites à l'extérieur se traduiraient souvent par des pertes.

Ce résultat était d'autant plus défavorable à la Belgique que ce pays vend beaucoup à l'étranger. Les industries de base du Royaume sont exportatrices ; ce sont donc elles qui ont eu le plus à souffrir. Pour maintenir leur activité et annihiler les nouvelles mesures de protection, il leur fallut vendre à perte ; elles ne purent récupérer leurs déficits sur un marché intérieur insuffisant. Aussi les Bilans des principales entreprises accusent-ils des pertes sensibles. Les résultats d'exploitation des charbonnages belges sont caractéristiques, d'autant que cette industrie reçut fréquemment l'aide du Gouvernement.

Années	Résultats d'exploitation en milliers de francs	En francs par tonne
1928	— 152	— 5,51
1929	+ 154	+ 5,73
1930	— 190	— 6,94
1931	— 383	— 14,17
1932	— 237	— 11,06
1933	— 152	— 6,02
1934	— 132	— 4,99

L'année 1934 paraît légèrement plus favorable aux charbonnages ; mais ceux-ci n'en ont pas moins perdu depuis la crise plus de 1.100 millions. Le stockage et la baisse des prix ne faisait qu'accroître des pertes qui épuisaient progressivement les réserves et pesaient lourdement sur les banques protectrices.

Si, par suite d'un assainissement plus important, les pertes des entreprises sont de façon générale moins élevées en 1934 qu'en 1933, elles restent fort appréciables, ainsi que le montrent les tableaux suivants.

TABLEAU I

*Statistique des compagnies par actions dont les bilans
soldent en gain ou en perte*

Années	Nombre total	Entreprises	Entreprises	Perte totale millions de frs
1928.. .. .	5.063	4.177	886	332
1929.. .. .	5.719	4.709	1.010	363
1930.. .. .	6.668	5.349	1.319	719
1931.. .. .	7.091	5.014	2.077	1.184
1932.. .. .	7.130	4.185	2.945	2.047
1933.. .. .	7.062	3.915	3.147	2.104
1934.. .. .	7.334	4.275	3.059	1.669

TABLEAU II

*Pertes et décapitalisation des Compagnies par actions
(en milliers de francs)*

Années	Pertes accusées au bilan	Réductions de capital	Liquidations de sociétés
1930	718.764	—	1.226.276
1931	1.184.794	787.705	1.082.416
1932	2.047.674	1.425.940	785.523
1933	2.103.787	1.142.210	444.416
1934	1.669.000	1.306.184	963.869

TABLEAU III

Profits et dividendes dans l'industrie belge

Années	Capital versé	Solde bénéficiaire	Solde bénéf. en % du capit. versé	Bénéfice distribué (millions)	% du solde bénéficiaire	Bénéfice dis- tribué en % du cap. versé
	(millions)					
1927	17.586	4.571	25,99	2.395	52,40	13,62
1928	21.600	4.931	22,83	2.897	58,75	13,42
1929	28.658	5.796	20,23	2.478	60,00	12,14
1930	43.785	6.324	14,44	4.027	63,68	9,20
1931	49.315	4.358	8,84	3.547	81,39	7,08
1932	49.539	1.410	2,85	2.447	173,35	4,94
1933	48.907	789	1,61	2.135	270,60	4,36
1934	48.685	1.334	2,74	2.183	163,64	4,48

Pour la seule année 1934, sur 7.334 sociétés recensées, 3.059 accusent des pertes. Le tableau II met en lumière que la décroissance du déficit est due en grande partie à la diminution du nombre des sociétés en activité ou à la réduction du capital qu'elles représentent. Le déficit a été moins grand en 1934, parce qu'il y avait moins à perdre et non, parce que la situation d'ensemble était meilleure. Le volume antérieur des pertes n'en permettait plus qu'un accroissement dégressif. Le tableau III conduit aux constatations les plus pessimistes. Le dividende global s'élève au double du solde bénéficiaire. L'industrie, considérée comme un tout, distribue depuis 1932 un dividende dépassant ses possibilités. Elle vit sur ses réserves, amoindries par des investissements et une politique générale d'auto-financement. Sa situation financière, maintenue artificiellement, ne peut qu'empirer.

Le déficit ne date pas seulement de 1934, il se manifeste depuis 1929. En cinq ans, l'industrie belge a perdu quelque 18 milliards, la continuité même des pertes ne faisant qu'accroître leur incidence.

Les pertes ne se produisaient d'ailleurs pas seulement sur les marchandises et les stocks ; elles affectaient également le portefeuille. L'habitude des grosses entreprises, est, en Belgique, de prendre des participations financières. Les plus accoutumées à cette pratique virent leur portefeuille suivre d'une façon générale l'indice des valeurs qui passa de 107 en 1928 à 33 en 1933 et 27 en 1934. La perte sur la valeur globale des actions atteignit, malgré les réductions précédentes, 16,91 % pour l'année 1934.

2° RECOURS AU CRÉDIT BANCAIRE.

Pour compenser toutes ces pertes, les entreprises ont d'abord utilisé leurs réserves et leur épargne du temps de la prospérité ; par la suite, spécialement en 1933 et 1934, elles recoururent au crédit et surtout au crédit bancaire, les particuliers se refusant à souscrire des obligations dont la sécurité ne paraissait pas plus certaine que celle des actions.

Le tableau suivant montre en % du capital, l'importance du crédit obligataire pour chaque groupe d'industries tout au long des années de crise.

*Importance du crédit obligataire (en principal)
en % du capital versé dans chaque groupe d'industries*

Années	Moyenne pour toutes Stés de capi- taux	Char- bonna- ges	Métal- lurgie et const. métal- liques	Mines et au- tres indus- tries extrac- tives	Cons- truct. élect.	Pro- duits chim.	Glace- ries	Verre- ries	Tex- tiles	Carriè- res	Maté- riaux artifi- ciels et céra- miques	Indus- triels all- men- taires
1927.....	20,8	18,7	28,0	19,7	—	3,04	1,6	—	4,4	8,8	4,3	—
1928.....	18,8	22,6	14,4	19,6	16,9	11,7	4,5	2,4	3,1	8,5	18,0	0,9
1929.....	14,2	16,8	21,2	18,4	24,0	12,9	7,2	0,2	2,8	3,8	13,2	0,6
1930.....	14,9	18,4	45,6	39,2	11,8	9,05	5,8	0,6	2,7	3,2	7,0	1,9
1931.....	18,4	34,2	41,5	22,2	27,5	17,5	130,0	0,9	2,9	7,0	9,3	0,6
1932.....	21,2	38,0	46,0	23,0	45,5	17,5	258,0	0,4	3,5	11,1	9,3	1,9
1933.....	22,0	35,8	48,4	21,6	45,6	18,3	75,0	0,4	4,0	8,9	13,1	8,0
1934.....	22,4	35,2	54,0	22,8	47,6	16,4	71,0	0,4	4,3	7,6	13,9	7,6

Le montant global de la dette obligataire des sociétés passa de 3,6 milliards en 1927 à 10 milliards et demi en 1934. Ce fut toutefois, l'industrie lourde qui eut le plus recours à ce mode de financement ; pour les charbonnages seuls, la charge obligataire tripla de 1929 à 1934, passant de 225 millions à 719 millions. Les petites industries et les industries moyennes recoururent plus volontiers au crédit hypothécaire et au crédit bancaire ; les chiffres de ceux-ci importent davantage pour connaître leur endettement. Les inscriptions hypothécaires n'augmentèrent pas sensiblement. Mais les comptes courants débiteurs des quatre plus grandes banques belges : *Société Générale, Crédit Anversois, Banque de Bruxelles, Algemeene Bankvereeniging*, passèrent par contre de 3,8 à 4 milliards de 1933 à 1934, s'élevant de 200 millions. Dans le même temps, les participations financières de ces banques augmentèrent de 100 millions. Au reste, malgré une réduction des prix et des échanges, le nombre des effets escomptés à la Banque Nationale s'éleva de 2,4 à 3,5 milliards de 1928 à 1934, marquant ainsi un plus grand usage du crédit bancaire et un développement du réescompte, nécessité par la diminution des disponibilités.

En bref, les pertes se traduisirent par un recours supplémentaire aux banques. Non seulement les emprunts contractés ne furent pas amortis, mais le volume de la dette progressa d'année en année. L'intérêt annuel de celle-ci passa de 204 millions en 1929 à 520 millions en 1934. L'incidence du développement de l'endettement en valeur absolue fut encore accrue par l'élévation des taux. Ceux-ci furent fréquemment fixés à 7 et 8 %. Aussi bien certaines sociétés, naturellement les plus importantes, empruntèrent-elles

également à l'étranger et la dette extérieure de l'industrie belge atteignit-elle un chiffre voisin de 6 milliards.

3° RENDEMENT ET RENTABILITÉ ÉCONOMIQUE DES ENTREPRISES.

Un bon résumé de la situation financière des entreprises peut être trouvé dans l'étude de leur *rentabilité*.

Les services de la Banque Nationale de Belgique ont établi un tableau très complet du rendement des différentes entreprises en distinguant deux sortes de rentabilité : la *rentabilité économique* et la *rentabilité proprement dite*.

La première est constituée par le rapport du total du bénéfice net et des intérêts des capitaux employés dans l'entreprise, déduction faite des revenus du portefeuille, au montant global constitué par le capital propre ou étranger (actions, réserves, obligations, avances). La seconde est fournie par le quotient du bénéfice net moins les revenus du portefeuille, par la totalité du capital actionnaire et des réserves libres. La rentabilité proprement dite intéresse plutôt les industriels eux-mêmes ; elle leur précise la situation de leurs entreprises. La rentabilité économique est plus importante pour l'économiste ; elle montre l'état bon ou mauvais de la situation par rapport à l'ensemble des capitaux engagés dans l'entreprise et des bénéfices qui en sont tirés.

Avant d'interpréter ce tableau, certaines réserves s'imposent. Il importe de remarquer que les statistiques tiennent compte des entreprises belges situées à l'étranger et que, les bénéfices mis en distribution en 1934 ont été acquis en grande partie au cours de l'année précédente. Pour apprécier la situation exacte en 1934, il conviendrait de reprendre certains bilans de 1935. Les renseignements que les statistiques mentionnent donnent donc une indication, non une certitude ; ils témoignent d'une évolution plutôt que d'un état.

Rendement des industries
(en millions de francs)

ANNÉES	Charbonnages	Electricité	Gaz	Glaceries	Sidérurgie & constructions métalliques	Industries chimiques	Matériaux artificiels et céramiques	Textiles	Ensemble des s. a. belges
<i>Capital</i>									
1929	1068,4	1535,6	137	56,4	3024	532	665	1889	28658
1933	1968	2967,5	629,8	180,6	3679	2494	1151	2838	48907
1934	2038	3016,7	644,8	177,7	3344	2311	1106	2725	47033
<i>Dettes obligataires</i>									
1929	18,2	305	73,4	4,1	644	68	88	53,8	4989
1933	705,7	933	79,2	135,6	1780	455	151	114	10765
1934	719,4	975	72,7	127	1806	379	153	117	10513
<i>Solde d'exercice</i>									
1929	162,5	287	25,3	130,8	681,4	157	100,3	411,8	5796
1933	— 12	318	51,3	46,5	— 218,3	52	— 2,4	— 152,5	789
1934	— 16,2	370	55,3	40,2	7	66	— 101,4	— 18,8	1424
<i>Rentabilité économique</i>									
1929	13,9	16,5	12,8	216	19,5	26,8	14,4	21,4	18,4
1933	0,9	2,5	7,9	17	— 2,12	2,65	0,5	4,9	2,3
1934	0,8	10,6	8,3	6,3	2,18	3,16	— 6,9	— 0,4	3,8
<i>Rentabilité</i>									
1929	15,2	18,7	18,5	232	22,4	29,5	15,1	21,8	20,2
1933	— 0,6	10,7	8,2	25	— 5,9	2,11	— 0,3	— 4,4	1,3
1934	— 0,8	12,2	8,6	22	0,2	2,86	— 8,6	— 0,7	2,7

Du tableau ci-dessus on peut déduire les conclusions suivantes :

1) L'allure générale paraît meilleure en 1934 qu'en 1933. Il ne faut pas toutefois attacher une grande importance à cette indication. Dans le bilan global intervient la situation de certaines entreprises d'un genre particulier qui nécessairement étaient favorisées par le fait même de la crise.

Il y a des entreprises plus ou moins protégées, des services publics, des industries purement transformatrices ou alimentaires qui voient leur situation relative s'améliorer pendant la crise. Les services publics s'appuient sur des éléments de monopole qui assu-

rent un minimum de stabilité à leur rendement ; les industries d'alimentation fournissent des biens qui répondent en majeure partie à des besoins très peu compressibles. D'une façon générale, les entreprises purement transformatrices à débouchés larges et constants, telles qu'usines de chaussures, brasseries, fabriques de savons, sont plus capables que d'autres de s'opposer à une diminution des prix de vente. Les Sociétés de gaz et d'électricité, ainsi que l'avait déjà remarqué le Professeur Lescure (1), réalisent en période de dépression des profits plus élevés, par suite de la baisse générale des matières premières et du maintien, au moins relatif, du coût de leurs prestations. Loin d'être un indice de reprise, leur prospérité peut être, sans paradoxe, considérée souvent comme l'indice d'une crise plus importante. L'accroissement de leur rendement n'eut pour cause en Belgique qu'une diminution du profit des industries de base.

2) D'ailleurs, plus grave encore que la diminution même de la rentabilité pour 1934, ce tableau montre un fléchissement constant et progressif des rendements. L'aggravation permanente du déficit est plus inquiétante que le déficit lui-même.

3) L'augmentation des crédits obligataires et bancaires est un indice fort net de la mauvaise situation des Sociétés, puisque, malgré l'élévation du loyer de l'argent, elles n'ont pu ni rembourser ni amortir et ont dû contracter de nouveaux emprunts.

Obligées de vendre à des prix trop inférieurs, heureuses encore de trouver des débouchés même temporaires, les industries de base du Royaume n'ont pu continuer de travailler qu'avec l'aide des banques et à perte. Certaines liquidations ont pu être reculées grâce à des secours extérieurs. La puissance de beaucoup d'affaires industrielles, le fait que des banques importantes s'y trouvèrent engagées, l'existence de gérants irresponsables et la volonté du Gouvernement d'éviter le chômage, créèrent une force de résistance accrue. Mais par là même, le phénomène de redressement se trouva entravé et la situation s'aggrava automatiquement. A être reportée, l'échéance de la crise ne pouvait qu'être plus pénible. Aux difficultés anciennes s'en ajoutaient progressivement de nouvelles, dues en grande partie à l'artifice même des mesures dilatoires. Les capitalistes thésaurisaient, se montrant peu enclins de s'inscrire à la suite d'investissements antérieurs pour lesquels

(1) LESCURE (Jean). Des crises générales et périodiques de surproduction.

aucun assainissement n'avait été entrepris, sinon sous des pressions extrêmes et peu généralisées.

D'ailleurs, si l'activité des entreprises se trouvait fréquemment maintenue de manière factice, grâce à l'aide de soutiens extérieurs, les auxiliaires voyaient leur sort lié du même coup à celui des sociétés en détresse. Leurs moyens d'action n'étaient pas illimités. Bons pour une courte durée, ils se révélaient insuffisants par suite de la permanence et de l'aggravation d'une crise vieille déjà de cinq ans. Les réserves des Banques s'épuisaient. La situation des Instituts de crédit devenait de plus en plus délicate. Par l'effet même des remèdes qui lui avaient été appliqués, à la crise économique s'ajoutait une crise financière qui l'aggravait encore en la complétant.

SECTION II. — LA SITUATION FINANCIERE

Bien que possédant des caractères originaux certains, les difficultés économiques de la Belgique peuvent être attribuées, dans une large mesure, à la crise mondiale. Par contre, le malaise financier du pays est dû en grande partie à des causes particulières au Royaume. Qu'il se marquât dans les finances privées ou dans les finances publiques, ce malaise semble, lui aussi, avoir atteint son maximum en 1934.

A. — Finances Privées

La crise des finances privées provint essentiellement d'un défaut de structure propre à la Belgique. Depuis très longtemps, le système des banques mixtes avait été appliqué dans ce pays avec une réussite assez grande. Les banques belges ne se bornaient pas seulement à ouvrir des comptes courants d'avances, à recevoir des dépôts, à traiter comme intermédiaires des affaires de change et fonds publics. Sortant de cette activité orthodoxe, elles répondaient aussi à l'appel des initiatives industrielles, aidaient à créer des affaires nouvelles ou à développer les entreprises anciennes. Elles ne se contentaient pas d'ailleurs d'offrir les actions de ces entreprises au public et gardaient pour leur compte un portefeuille important. L'armature bancaire était donc particulièrement

délicate, la situation des établissements de crédit étant liée congénitalement à celle de l'Industrie.

D'autre part, la plupart de la puissance bancaire était concentrée entre les mains d'un petit nombre de grandes banques. — Quatre sur soixante-trois — la Société Générale, le Crédit Anversois, la Banque d'Anvers et l'Algemeene Bankvereeniging, possédaient à elles seules plus de 47 % du capital nominal, et de 57 % de l'avoir social de l'ensemble des banques. Cette centralisation fut encore accrue par l'effet de la crise ; des liquidations et des fusions s'opérèrent qui parurent nécessaires et que le Gouvernement favorisa. Mais cette concentration même permettait aux Banques de s'intéresser davantage aux industries et rendait leur situation plus fragile, à mesure que se déroulait la crise.

1° LES BANQUES JUSQU'EN 1934 ET DEPUIS 1934.

L'importance fonctionnelle des banques augmenta avec la crise et fut une source de graves difficultés.

Non seulement certaines industries restaient endettées, envers les banques, de crédits consentis pendant la période d'expansion, mais leurs engagements croissaient progressivement, que ce soit pour financer leurs stocks ou combler leurs pertes. Le maintien d'importants et longs crédits constituait, à la longue, une lourde charge pour les banques, d'autant que les débiteurs ne procédaient plus aux amortissements nécessaires et que, même dans certains cas, le montant des intérêts échus devait être ajouté au principal. Bien que nombre de sociétés aient pris la courageuse décision de consacrer leurs pertes par une réduction des « engagements de la Société envers elle-même », la différence entre l'importance des pertes accusées depuis cinq ans et la réduction des postes « capital » et « réserves » des bilans, pesa davantage sur les banques à mesure que les pertes s'accumulèrent. Peu à peu, les établissements de crédit virent leur actif diminuer et leur passif augmenter.

Par un processus normal, l'interpénétration des banques et des entreprises industrielles se développa, au delà même des limites raisonnables. Les banques, entraînées vers des immobilisations sans cesse plus importantes, négligèrent petit à petit le principe indispensable des liquidités. Progressivement, la plupart des créances devinrent, au moins temporairement, difficilement recouvrables.

Une crise prolongée ne pouvait manquer de gêner un mouvement qui n'avait peut-être pas assez de jeu par lui-même et de rendre la situation « extrêmement difficile » suivant le mot de M. van Zeeland, dès que la thésaurisation du public raréfierait les ressources.

La faiblesse de la situation des banques belges est bien marquée par les tableaux suivants.

Le premier relève les principaux postes de quelques grandes banques belges. On peut rapprocher le total des dépôts (6,5 milliards) du montant des comptes courants débiteurs (4 milliards) et des obligations, actions et participations (3 milliards). La situation, mauvaise en elle-même, empire de 1933 à 1934, les immobilisations et les avances devenant plus importantes.

Relevé des principaux postes de quelques Banques belges
(en milliards)

	Dépôts		Portefeuille commercial		Ctes Courants débiteurs		Obligations actions et participat.	
	1933	1934	1933	1934	1933	1934	1933	1934
Société Générale	4,15	4,38	0,94	1,13	2,74	2,81	2,29	2,42
Crédit Anversois (1)	0,62	0,67	0,19	0,13	0,36	0,32	0,21	0,21
Banque d'Anvers	0,65	0,58	0,13	0,14	0,21	0,25	0,20	0,19
Algemeene Bankvereeniging .	0,98	1,02	0,26	0,04	0,50	0,68	0,33	0,28
	6,40	6,65	1,52	1,44	3,81	4,06	3,03	3,10

Le second tableau montre les relations existant entre les différents postes du bilan global des banques au cours des années de la crise. On constate à l'actif une légère augmentation du portefeuille d'effets qui, vu la diminution des affaires, ne peut guère s'expliquer que par l'emploi plus fréquent de traites bancaires. On note également un accroissement du portefeuille qui passe d'environ 15 % à 22 %. L'augmentation de l'encaisse paraît compensée par la diminution des comptes courants débiteurs et des prêts.

Au passif, on remarque non seulement la diminution des bénéfices mais encore la fusion des postes, engagements à terme et engagements à vue en une seule rubrique, ce qui permet de supposer une augmentation proportionnellement très forte des engagements à vue.

(1) Les chiffres pour 1934 relatifs au Crédit Anversois résultent de la situation de cette banque, après les opérations de scission.

Bref, il semble qu'une partie plus importante de l'actif acquiert une valeur problématique alors que le passif devient exigible à plus court terme. Si l'on compare les engagements divers aux disponibilités et aux comptes courants débiteurs, on s'aperçoit qu'en 1934, malgré les assainissements déjà effectués, le pourcentage des disponibilités n'est que de 15 % des engagements divers, tandis que la proportion des comptes courants débiteurs s'élève à 64 % de ceux-ci. Le pourcentage des fonds propres aux placements, titres et participations qui était de 121 % en 1929 n'est plus que de 91, cette diminution n'étant pas compensée d'ailleurs par l'augmentation du pourcentage des fonds propres aux engagements divers qui, dans le même temps, passe de 23,5 à 25,5.

*Les relations entre les différents postes du bilan global
des Banques*

<i>ACTIF</i>	1929	1930	1931	1932	1933
Immobiliisé	1,10	1,33	1,30	1,55	1,59
Portefeuille titres	14,92	16,69	20,18	22,71	22,33
Portefeuille effets	17,31	19,43	20,12	17,65	17,82
Comptes courants	46,23	45,35	46,40	39,69	36,51
Prêts	8,36	6,24			
Encaisse	10,18	10,07	10,86	16,93	20,49
Actionnaires	1,90	0,88	1,09	1,39	1,21
Pertes	—	0,01	0,05	0,08	0,06
	100,—	100,—	100,—	100,—	100,—
<i>PASSIF</i>					
Capital versé	10,90	11,50	11,07	12,62	12,91
Capital à verser	1,90	0,80	1,09	1,39	1,21
Réserves	8,70	8,76	7,70	8,43	8,79
Engagements à terme	20,63	76,83	78,77	76,13	75,69
Engagements à vue	55,59				
Bénéfices	2,28	2,03	1,37	1,43	1,40
	100,—	100,—	100,—	100,—	100,—

Aussi bien, la situation des établissements de crédit belges a-t-elle été établie par les services de la Banque Nationale, ainsi qu'il suit :

ACTIF

Années	Nombre de banques	En caisse	Portef. effets commerce	Portef. titres particip.	Comptes courants débiteurs	Prêts	Divers Immeubles mobillier	Total de l'actif
1929	90	4.066	6.910	5.956	1.846	3.339	440	39.174
1930	92	4.345	8.385	7.200	1.957	2.692	572	42.766
1931	66	4.117	7.626	7.651	1.759	(1)	493	37.479
1932	66	5.641	5.880	7.568	1.322	(1)	518	32.832
1933	63	6.836	5.945	7.452	1.218	(1)	531	32.947

PASSIF

Années	Capital versé	Capital à verser (2)	Réserves div.	Engagements à terme fixe	immédiats ou indéterminés	Bénéfices	Pertes	Solde bénéficiaire		Total du passif
								chiffres absolus	en p. c. du capital versé	
1929	4.352	757	3.473	8.238	22.198	911	—	911	20,94%	39.174
1930	4.961	379	3.778		33.152 (3)	877	2	874	17,63%	43.766
1931	4.197	412	2.918		29.863 (4)	519	19	499	11,90%	38.479
1932	4.308	461	2.809		25.367 (4)	474	25	449	10,69%	32.833
1933	4.206	302	2.933		25.253 (4)	468	16	451	10,48%	32.947

Ce tableau s'arrête à l'année 1934. Il paraît « à priori » mettre en lumière un certain assainissement de la situation des banques. Il convient toutefois de remarquer que la valeur du portefeuille-titres et participations a augmenté et, que la réalisation des principaux postes d'actif reste toujours incertaine. D'autre part, il semble bien que la fusion des engagements à vue et à terme n'ait pour corollaire que de masquer la proportion des exigences immédiates.

Bref, la situation des banques, traditionnellement délicate, est devenue plus fragile à la suite des difficultés économiques.

Cependant, jusqu'en 1934, les banques avaient dans leur ensemble résisté à la crise. L'ampleur de leurs réserves et la sagesse de leur direction avaient assuré à la Belgique une stabilité financière que de nombreux pays pouvaient lui envier. La baisse profonde des titres que renfermaient leurs portefeuilles n'avait eu que des conséquences limitées. Peu de placements avaient été effectués à l'étranger et la crise financière de l'Europe Centrale n'avait eu que de légères répercussions. D'une façon générale, la clientèle intérieure faisait honneur à ses obligations. Quoique les banques fussent engagées dans l'industrie comme commanditaires, leur solvabilité ne pouvait pas faire de doute. C'était là une chose merveilleuse, car depuis le début de la crise, les valeurs réelles qui directement ou indirectement représentaient leurs dépôts s'étaient dépréciées dans une proportion variant entre 1/2 et 2/3.

En 1934, cette situation prit fin. La baisse des valeurs réelles,

(1) Comptes courants, avances, prêts sur titres.

(2) Le capital-actions à verser n'étant pas compté dans l'actif, n'est pas compris dans le total du passif.

(3) Engagements à vue et à terme.

(4) Crédoiteurs et comptes courants divers, dépôts à vue et à terme, obligations et emprunts hypothécaires.

jointe à la marge de plus en plus déficitaire des entreprises, finit par atteindre les plus faibles des banques. Epuisés par cinq ans de crise, les petits établissements, puis les banques d'importance moyenne, furent mis en difficulté. En mars, la fermeture de la *Banque Belge du Travail*, quoique sans grande action apparente au début, fut par les polémiques qu'elle entraîna, le point de départ de la tension bancaire. La confiance des déposants ayant subi une rude atteinte, la thésaurisation privée augmenta, les dépôts se réduisirent. Pendant le cours de l'été la crise demeura latente. A la fin de l'automne, la situation des organismes dépendant du Boerenbond (1), qui détenaient plus 1.600 millions de dépôts, devint très critique. L'*Algemeene Bankvereeniging* dû être réorganisée. La confiance des épargnants fut définitivement perdue. Les retraits de dépôts s'accéléchèrent.

La situation délicate de deux organismes bancaires d'une importance réelle mais néanmoins secondaire, avait suffi, malgré l'aide que le Gouvernement leur apporta, à provoquer la généralisation d'un mouvement de défiance, dû en grande partie à la qualité même des clients de ces établissements, petits ouvriers et paysans. Les déposants prirent peur et leur crainte accrut dans de telles proportions les difficultés des banques qu'elle devait bientôt les rendre insurmontables par des moyens normaux. Le tableau suivant montre d'ailleurs l'importance du retrait des dépôts pendant l'année 1934.

Tableau d'ensemble des dépôts dans les organismes financiers

	Caisse d'Epargne	Chèques postaux	Caisse centrale de crédit du Boerenbond	Engagements des banques	Total général des dépôts (non compris les c. courants de la Banque Nationale de Belgique)	
	Montant des dépôts sur livrets et c. courants	Total des avoirs à fin d'année	Montant des dépôts à vue et à terme	à terme fixe	immédiats ou indéterminés	
1929	5.626.482	1.900.000 (°)	1.274.534	8.238.836	22.198.849	39.238.701
1930	7.880.354	2.070.000 (°)	1.481.301		33.152.358	44.584.013
1931	9.386.814	2.180.000 (°)	1.705.860		29.863.449	43.136.123
1932	10.014.845	2.465.000 (°)	1.637.144		25.367.266	39.484.255
1933	10.240.140	2.705.000 (°)	1.638.430		25.253.602	39.897.172
1934	10.551.100	2.699.000 (°)	1.500.000		23.000.000	37.650.100

(1) Association Agricole Catholique dont l'importance est sans égale en Belgique et surtout en Flandre.

(°) évaluation.

Un peu plus de deux milliards furent retirés de l'ensemble des caisses centralisatrices.

L'étude de la situation de la Banque Nationale montre fort bien le resserrement des liquidités bancaires. Les comptes courants particuliers passèrent de 3 milliards au début de 1934 à un peu moins d'un milliard à la fin de l'année, tandis que les avances sur titres s'élevèrent de 265 à 578 millions. La plupart des titulaires de comptes courants ou des bénéficiaires d'avances étant les banques privées, on s'aperçoit immédiatement de la pression exercée sur celles-ci.

Les organismes d'épargne ne furent pas atteints de la même façon. Les institutions d'Etat, notamment la Caisse d'Epargne et les Comptes Chèques Postaux profitèrent d'un moment du retrait des dépôts bancaires. Ce ne fut qu'à la fin de l'année, et dans une proportion relativement faible, qu'ils subirent les répercussions de la méfiance du public.

En réduisant les liquidités des Banques, les retraits de dépôts mettaient celles-ci dans une situation critique, car, à mesure même que les disponibilités diminuaient, les dégagements augmentaient. Aussi, les Pouvoirs Publics résolurent-ils d'intervenir.

Pour éviter un moratoire bancaire général, l'Etat accorda son aide à certains organismes particulièrement atteints, tels que les Coopératives socialistes et quelques Caisses d'Epargne privées, agricoles ou communales. Le Gouvernement de Broqueville mit à la disposition des banques, en août 1934, une somme de 2 milliards destinée à rembourser les crédits gelés dans les affaires industrielles qui furent pris en charge par la Société Nationale de Crédit à l'Industrie. Ce secours officiel se compléta d'un soutien plus occulte des Caisses d'Epargne et de la Banque Nationale. Ces organismes investirent de plus fortes sommes en obligations industrielles, les prêts qu'ils consentaient de cette façon servant à rembourser les avances faites par les banques aux entreprises industrielles. Il est difficile d'estimer le montant global des avances directes ou indirectes consenties par les Pouvoirs Publics. La plupart des économistes les chiffrent à environ 4,5 milliards.

D'autre part, l'Etat créa lui-même des institutions bancaires, notamment en septembre 1934, l'Office Bancaire de la Petite Epargne qui fut chargé de donner des liquidités suffisantes à toutes les banques, dont la situation pouvait mettre en difficulté les petits déposants.

L'aide des Pouvoirs Publics s'accompagna d'ailleurs d'un contrôle plus étroit des établissements de crédit. En août, le Gouvernement de Broqueville interdit le système des banques mixtes ; ordonna la fusion de certains organismes, fusion qui devait permettre d'effectuer certains amortissements sans trop en faire ressortir l'importance ; et, dirigea les placements des banques vers les fonds d'Etat, En décembre, le Gouvernement Theunis réorganisa les différentes Caisses d'Epargne et Coopératives.

Peu à peu, le crédit de l'Etat se substitua à celui des banques. Mais ce faisant, il n'y eut plus de liquidité que dans la mesure des disponibilités du Trésor. Les pertes furent reportées sur l'ensemble de la Nation. Les charges publiques s'accrurent et la situation financière du pays dépendit de plus en plus de celle de l'Etat qui, par contre coup, en subit les conséquences.

2° RETRAIT DES CAPITAUX DE LA CIRCULATION.

La mauvaise condition des entreprises industrielles et des banques ne pouvait manquer d'accroître les retraits des capitaux privés de la circulation. Ces retraits, ne faisant que rendre plus délicate la situation des entreprises, étaient eux-mêmes générateurs de crise et de nouveaux retraits, à tel point qu'un économiste belge pouvait parler « de l'immense boule de neige des retraits de capitaux ». Ils constituèrent, à côté de la confusion, de l'instabilité et de la fragilité de certaines positions bancaires, un des principaux facteurs de la crise financière.

Sans doute la diminution de capitaux en circulation était-elle due en partie au fléchissement même des revenus et à un épuisement de ressources, consécutif à cinq années de crise. L'excédent des réductions de capital sur les émissions atteignit, comme le montre le tableau suivant, près de 5,2 milliards de 1931 à 1934.

Années	Emissions nettes d'actions	Liquidations et réductions de capital	Différences
1931	1.263	1.870	— 607
1932	322	2.221	— 1.829
1933	655	1.580	— 931
1934	333	2.270	— 1.932
			5.299

Mais quel que fut l'amointrissement que la crise faisait subir à la fortune belge, l'épargne annuelle devait s'élever encore à plusieurs milliards. La disproportion entre le total des émissions apparentes et la masse des dividendes et intérêts distribués aux actionnaires attire l'attention. Ce n'est vraiment pas le manque de disponibilités qui empêcha les placements.

*Emissions, distributions de dividendes et intérêts
de la dette publique*

(en milliers de francs)

Années	Emissions apparentes de capitaux frais (1)	Bénéfices distribués aux actionnaires sans déduction de la taxe mobilière	Coupons d'obligations payés sans déduction de la taxe mobilière	Intérêts des emprunts intérieurs des pouvoirs publics	Total des dividendes et intérêts distribués
1931	2.024.679	3.491.143	510.756	1.606.599	5.608.498
1932	630.905	2.447.006	587.650	1.682.842	4.717.498
1933	619.996	2.134.748	600.282	1.858.294	4.593.324
1934	347.961	2.182.870	571.252	1.963.086	4.717.306

Comme, par ailleurs, les retraits de dépôts pour 1934 étaient de plus de deux milliards, on peut se demander ce que sont devenues les sommes ainsi retirées de la circulation, par les particuliers. Diverses hypothèses peuvent être émises.

La première consiste en l'achat de biens et valeurs vendus en quantité inusitée par ceux qui liquident leur capital pour assurer leur subsistance. Cette supposition ne tient pas à la réflexion. Les indices énumérés plus haut montrent un trop grand fléchissement des transactions intérieures pour qu'elle soit retenue. Il n'y a pas eu de dépense de capital dans la proportion des disponibilités réalisées.

Une seconde hypothèse paraît être le placement des revenus dans des émissions nouvelles. Il ne paraît pas qu'on doive attacher plus d'importance à cette opinion qu'à la première. Les émissions d'Etat en 1934 sur le marché intérieur n'ont atteint que 350 millions contre 2,5 milliards l'année précédente. Les émissions des sociétés belges et congolaises n'ont été que de la moitié de celles

(1) Emissions de capitaux, déduction faite des apports, non compris les émissions des banques, assurances, sociétés financières, non compris les emprunts d'Etat ni les obligations.

de l'année précédente et ne se sont chiffrées qu'à 1.437 millions (1). Enfin, l'augmentation des dépôts aux Caisses d'Epargne, qui fut de l'ordre de 500 millions, ne compensa même pas la réduction des dépôts bancaires.

Restent donc deux utilisations possibles : d'une part la thésaurisation, d'autre part l'exode de capitaux à l'étranger.

Il est toujours difficile de chiffrer, dans un pays, la thésaurisation. Les informations sont souvent dénuées de preuves mais, à défaut de calculs précis, il y a des indices qui permettent de déceler certains ordres de grandeur. En passant de 3 milliards 857 millions, à 3 milliards 336 millions pendant l'année sous-revue, le portefeuille de la Banque Nationale témoigne d'un fléchissement inexplicable sans la thésaurisation, puisque, normalement, par suite du resserrement monétaire, son volume aurait dû être gonflé. Sa faiblesse traduit une diminution très nette des réserves d'or et de devises étrangères. D'autre part, en dépit de la baisse des prix et du ralentissement des affaires, la circulation augmenta de 600 millions. L'accroissement du nombre de billets portant principalement sur les grosses coupures, on peut y voir un indice certain de thésaurisation. Une autre indication est fournie par l'évolution du solde des comptes courants particuliers à la Banque Nationale : de 2.135 millions en 1933 ils sont passés à 949 millions en 1934. Cette évolution se passe de commentaires.

Dans un article paru dans le journal *Le Peuple*, le 23 mai 1934, M. De Man estimait la thésaurisation à 7 milliards.

Voici son calcul : d'un côté M. De Man établit le montant global de la circulation monétaire en 1929 et 1934. En 1929, la circulation des billets de banque était de 13,6 milliards ; le chiffre des dépôts était de 22,2 milliards ; celui de l'avoir moyen des chèques postaux de 2 milliards. En 1934, ces postes respectifs atteignaient 17,2 milliards, 18,2 milliards et 2,6 milliards. Le total était approximativement le même pour les deux années considérées : 37,8 milliards en 1929 et 38 milliards en 1934. Pendant cette époque, l'auteur estime à 25 % la diminution nominale des revenus destinés à la consommation, chiffre qui est extrêmement modéré.

Sur ces bases, par un calcul fort simple, M. De Man met en lumière que, par rapport à la vitesse de circulation de 1929, une quantité de 10 milliards en billets aurait suffi en 1934 pour

(1) Compte tenu de 90 millions d'obligations

effectuer les transactions qui se font habituellement par ce moyen. Une émission d'environ 17 milliards révélerait donc une **thésaurisation de 10 milliards**.

S'il semble que l'on puisse admettre comme exact le chiffre donné par M. De Man, la thésaurisation, toutefois, ne s'effectuait pas seulement à l'intérieur du pays et de nombreux capitaux étaient exportés. Les bilans de la Banque Nationale nous fournissent ici encore un indice précieux.

Pour la seule année 1934, l'encaisse-or est en diminution de près d'un milliard, passant de 13,6 à 12,5 milliards. Au fléchissement de l'encaisse, il convient d'ailleurs d'ajouter pour un montant sensiblement égal, la diminution des devises et des réserves d'or détenues par la Banque sous des postes divers.

L'expatriation des capitaux ne se fit pas par des demandes de lingots ; elle s'effectua plutôt par l'achat de billets de banques et de pièces d'or étrangers, surtout anglais, qui furent le plus souvent gardés à l'intérieur même du pays. De l'ordre de deux milliards, elle fut nettement moins importante que la thésaurisation.

3° LA CRISE DE CRÉDIT.

Le retrait de la circulation des capitaux privés ne se traduisit pas par une crise monétaire. Les réserves d'or atteignaient encore à la fin de 1934 plus de 65 % des engagements à vue. Au début de l'année il n'y eut de reports que sur la Livre Sterling, toutes les autres devises donnant lieu à des déports, et si, à la fin de 1934 toutes les devises furent « en report » le montant de ceux-ci ne se chiffrà au début d'octobre, qu'à 0,25 franc à un mois et par la suite ne dépassa pas 1 franc. C'était-là, semble-t-il, un taux indiquant peut-être de nombreuses et fortes couvertures des importateurs, mais non une grande spéculation.

La thésaurisation et l'expatriation des capitaux provoquèrent, par contre, une grave crise de crédit, dont l'importance s'établit à leur mesure. Une méfiance générale envers le « papier », la pénurie de liquidités, contribuèrent à élever le loyer de l'argent. Fait plus grave, même en payant cher, les entreprises ne parvinrent plus à trouver des prêteurs.

Les Pouvoirs Publics intervinrent de deux façons : en réglant le taux d'intérêt et en mettant des disponibilités à la

disposition des entreprises qui en avaient besoin. Le Gouvernement obtint que la Banque Nationale réduisit deux fois son taux d'escompte d'un demi pour cent. De 3,5, il fut porté à 3 en avril et à 2,5 en août 1934. L'intérêt des principaux contrats, notamment des hypothèques et des créances privilégiées, fut déterminé par arrêté, cependant que des mesures exceptionnelles étaient prises en faveur des contractants de baux à loyer et de baux commerciaux.

En créant des organismes publics de crédit ou en étendant les attributions et les possibilités des offices existants, l'Etat chercha à suppléer à l'insuffisance des ressources bancaires. Les crédits qu'il créa furent importants, mais guère utilisés, comme le montre le tableau suivant. Les disponibilités employées servirent d'ailleurs, le plus souvent, à des fins contraires au but recherché, soit à distribuer des dividendes que ne justifiait plus la situation financière des sociétés, soit à permettre aux banques d'effectuer des opérations spéculatives, soit à faciliter l'émigration des capitaux.

	Plafond théorique des engagements de l'Etat	Montant des engagements effectifs au :	
		30-9-35	31-12-35
Crédit artisanal	50.000	11.802	11.600
Petit Crédit Professionnel	150.000	15.687	20.500
Office du Ducroire	700.000	155.046	158.000
Comité ANIC, loi du 14-4-1933	780.000	725.265	778.000
A. R. 145-146 du 22-8-1934	500.000	53.040	68.000
Soc. Nat. de Crédit à l'Industrie :			
a) A. R. du 22-8-34.	2.000.000	1.844.697	1.800.000
b) A. R. du 31-10-34.	2.352.310	1.043.180	1.000.000
c) A. R. du 18-3-35.	500.000	—	42.400
Fonds Temporaire de Crédit aux Classes Moyennes	385.000	44.442	75.900
Office Central de la Petite Epargne	1.000.000	396.000	396.000
Mobilisation des avoirs en devises bloquées	150.000	15.498	22.500
Institut de Réescompte et de Garantie	2.000.000	—	40.000
	10.567.310	4.304.657	4.412.900

Ni la législation sur les taux d'intérêt, ni les disponibilités données par l'Etat n'amaindrirent la crise de crédit. On ne décrète pas le loyer de l'argent. Sans la volonté d'en user et d'en user à bon escient, le crédit ne sert pas. Il s'avère plus nuisible qu'utile.

Pendant l'année 1934, les taux à court terme ne diminuèrent pas, les taux à long terme renchérirent. Ni pour le papier commercial, ni pour le papier financier, on n'enregistra de baisse importante. Si, en fin d'année, le papier financier trouva preneur à un

peu meilleur marché, les taux du papier commercial et du call money s'alourdissent dans les deux derniers mois. L'intérêt du papier commercial de premier ordre passa, de mars 1934 à décembre 1934, de 2,07 à 2,38 ; celui du call money s'éleva de 0,75 à 1,51.

A long terme, les rentes se capitalisaient à un taux élevé : 6.20 %. Les intérêts, commissions comprises, représentaient généralement pour les sociétés désireuses d'emprunter, une charge d'environ 8 %. Ces pourcentages constituaient de nouveaux records. Ils étaient d'autant plus remarquables que par rapport aux années précédentes, les demandes de capitaux étaient beaucoup moins importantes.

*Répartition des opérations financières par catégories
d'emprunteurs*

ANNÉES	Actions et obligations de sociétés commerciales Emissions apparentes de capitaux frâis		Dette provinciale et communale				Hypothèques inscrites	
			Crédit communal		Emprunts directs des pouvoirs publics et des organismes d'utilité publique			
	Montant (millions de francs)	% du total de l'année	Montant (millions de francs)	% du total de l'année	Montant (millions de francs)	% du total de l'année	Montant (millions de francs)	% du total de l'année
	29.....	5.932	49,31	600	4,99	375	3,12	5.122
30.....	2.898	27,81	500	4,80	(1) 1.372	13,17	5.650	54,22
31.....	2.025	18,82	900	8,36	2.490	23,14	5.347	49,68
32.....	631	7,01	1.200	13,33	(2) 3.116	34,60	4.058	45,06
33.....	620	9,96	550	8,84	(3) 1.915	30,77	3.139	50,43
34.....	348	10,98	200	6,31	150	4,73	2.471	77,97

B. — Finances publiques

L'élévation du loyer de l'argent mettait les collectivités publiques, aussi bien que les sociétés particulières, dans une situation

(1) Non compris l'emprunt de conversion de 45 millions de florins P.-B. émis par l'Etat.

(2) Non compris l'emprunt de 800 millions de francs français émis par l'Etat et l'emprunt de 15 millions de florins P.-B. émis par la Régie des Télégraphes et Téléphones.

(3) Non compris l'emprunt de 600 millions de francs français émis par l'Etat.

défavorable. Les unes comme les autres durent s'adresser à l'étranger pour trouver les ressources dont elles avaient besoin ; elles furent à la discrétion de prêteurs très difficiles. Les emprunts extérieurs des sociétés privées, dont les dernières émissions furent placées notamment en Hollande et en Suisse, se chiffèrent environ à 6 milliards. La dette étrangère de l'Etat atteignit près de 27 milliards, compte tenu de 16 milliards de dettes de guerre. Les fonds furent trouvés, parfois à des conditions léonines, en France, aux Etats-Unis et en Hollande.

La crise de crédit avait pour les entreprises industrielles, ou agricoles, les plus graves conséquences. Elle empêchait la diminution des frais fixes et même accroissait les charges financières. Elle rendait difficile le financement des stocks, provoquait la réduction des achats, forçait de vendre à perte.

Sa répercussion sur les finances publiques était toutefois peut-être encore plus redoutable. L'Etat, en effet, malgré une politique financière parfois rigoureuse, était obligé à la fin de 1934, dans le temps où il lui était extrêmement difficile de le faire, de recourir sans cesse à l'emprunt.

1° Réduction des dépenses et augmentation des impôts.

A dire vrai, depuis le début de la crise, les gouvernements successifs avaient bien fait des efforts méritoires pour réduire les dépenses et augmenter les impôts. Le tableau suivant donne un aperçu de la déflation budgétaire. Pour l'interpréter correctement, on doit cependant considérer que certaines réductions furent plus théoriques que réelles, et que, dans bien des cas, des expédients, une nouvelle répartition des charges, vinrent accroître le budget des collectivités locales ou d'organismes publics, de dépenses dont celui de l'Etat était allégé.

Réduction de dépenses

Années	Dépenses de personnel	Dépenses de matériel	Subsides subventions	Prévoyance sociale	Pensions vieillesse	Réfection et entretien
1930	2.982	1.208	353	221	495	564
1931	2.935	1.062	284	672	550	438
1932	2.937	877	233	968	1.014	239
1933	2.685	702	381	744	736	172
1934	2.590	639	385	757	590	182
1935	2.261	647	388	749	464	161

S'opposant à la politique libérale et généreuse de la période de prospérité, la déflation budgétaire se heurtait d'ailleurs à d'importantes difficultés sociales. Les besoins nouveaux de l'Administration, les nécessités de la défense nationale en limitaient la portée. De plus, le budget s'enflait automatiquement de toutes les ressources mises par l'Etat à la disposition des particuliers.

L'établissement d'un budget de crise provoquait la crise du budget. Pour pallier celle-ci, les Pouvoirs publics instituèrent des impôts nouveaux : taxes de licences, taxes sur les bénéfices réalisés sur les produits soumis aux licences, contribution nationale de crise. Ils eurent également recours aux taxes indirectes qui, appliquées sur des prix et non sur des revenus, leur procurèrent des recettes plus stables. D'après les estimations du ministère des Finances, l'accroissement de la charge fiscale atteignit près de deux milliards par an, à la fin de 1933, soit 20 % du budget de l'époque.

Mais, liées aux prix et aux revenus des entreprises, les ressources nouvelles ne pouvaient manquer de fléchir rapidement, au fur et à mesure de la baisse des prix et des pertes subies par les sociétés. Aussi, malgré un effort important, les budgets de l'Etat se soldèrent-ils, dès 1930, par des déficits dont le tableau suivant montre l'ampleur.

Années	Budget ordinaire			Budget extraordinaire		
	Revenus	Dépenses		Revenus	Dépenses	
1929	13.713	11.216	+ 2.499	151	1.083	— 932
1930	11.063	11.384	— 321	66	2.517	— 2.451
1931	9.767	11.214	— 1.447	34	825	— 791
1932	8.988	11.234	— 2.246	13	392	— 379
1933	10.356	10.357	— 1	21	829	— 808
1934	9.928	10.227	— 299	11	1.187	— 1.176
	63.875	65.632	— 1.817	296	6.833	— 6.537

Ces statistiques font ressortir :

1° en 1934, la diminution des recettes et l'augmentation des dépenses par rapport à l'année précédente. Elles indiquent aussi l'ampleur du déficit qui, pour un budget total de 11 milliards 100 millions s'élève à 1 milliard 400 millions, soit à près de 13 % ;

2° le développement constant du budget extraordinaire auquel furent peu à peu transférées beaucoup de charges du budget ordinaire ;

3° l'accumulation des déficits, dont le montant global s'élève à près de 8.500 millions. L'importance de ce chiffre indique quelle fut l'ampleur des recours à l'emprunt et montre les difficultés d'employer, fin 1934, ce mode de financement dans des conditions normales.

2° *Le crédit public.*

Le marché intérieur était saturé de fonds publics. La longue suite des déficits avait impressionné le public, qui en arrivait à consentir parfois des conditions plus favorables à des sociétés particulières qu'à l'Etat. Pendant l'année 1934, celui-ci émit en Belgique les emprunts suivants :

		Montant nominal	Taux d'intérêt	Taux d'émission
1934				
Février	Crédit Communal de Belgique	200.000.000	6%	95,96 et 97%
Mars	Chemins de fer vicinaux du Congo	50.000.000	6%	pair
	Soc. Nat. des Chemins de fer vicinaux	100.000.000	3%	Cours du jour

Malgré la faiblesse des émissions, la plupart de ces titres se capitalisaient dès la fin de l'année à 7 %. Le Trésor ne pouvait plus recourir à l'emprunt normal. Les bons à court terme devenaient eux-mêmes difficiles à placer. La Caisse d'Epargne fut obligée d'en acquérir en quelques semaines pour 700 millions. Mais l'aide ainsi apportée à l'Etat était encore insuffisante. Les Pouvoirs Publics durent emprunter à l'Etranger. En décembre 1934, ils émirent en Hollande un emprunt particulièrement onéreux de 1.450 millions renouvelable à trois mois, comportant la clause-or et dont l'intérêt réel (1) était près de 8 %. Ils recoururent aux expédients les moins orthodoxes : deux loteries, la Loterie Coloniale et la Loterie de l'Exposition de Bruxelles. Ces deux loteries rencontrèrent un bon succès ; mais pour un résultat en somme médiocre, elles portèrent gravement atteinte à l'excellent instrument de crédit qu'étaient les obligations à lots, notamment celles de l'emprunt d'un milliard et demi placé en septembre 1933. Les disponibilités du Trésor ne furent guère augmentées. Son compte

(1) Taux nominal 4,75 %.

courant à la Banque Nationale fléchit dans de fortes proportions, atteignant 159 millions pour le mois de décembre contre 708 millions au mois de janvier et un milliard au mois de décembre de l'année précédente. L'Etat n'avait plus d'argent ; devant l'impossibilité de la Caisse d'Epargne à les financer, il fut obligé d'arrêter les travaux publics, notamment la construction des habitations à bon marché.

Au surplus et dès le 21 février 1935, on pouvait estimer le déficit du budget ordinaire pour l'année en cours, à environ 900 millions. Les promesses faites par l'Etat à la Société Nationale des Chemins de Fer Belges pour que celle-ci réduise certains tarifs, aggravait ce déficit de celui des chemins de fer, qui, pour le premier trimestre, s'élevait déjà à près de 70 millions. Les dépenses extraordinaires représentaient près de 1.250 millions. Les Pouvoirs Publics devaient nécessairement emprunter à nouveau, en 1935, au moins 2 milliards et demi. Or, l'emprunt se révélait impossible même à l'étranger, même à des taux balkaniques.

A dire vrai, la dette de l'Etat n'était pas très importante au moins en capital ; elle n'atteignait encore à la fin de 1934 qu'environ 57 milliards contre 52 milliards en 1929, compte tenu des emprunts de guerre. La charge des arrérages n'affectait que le tiers du budget ordinaire. Mais, c'était moins le montant même de la dette que le sentiment des prêteurs qui importait en la circonstance. L'Etat ne trouvait plus à emprunter. On ne lui faisait plus confiance. Le danger d'inflation se faisait sans cesse plus menaçant.

*
**

L'année 1934 fut marquée, en Belgique, par une recrudescence de la crise. Non seulement, le Royaume ne participa pas à l'amélioration générale, mais sa situation économique s'aggrava et des difficultés financières se superposèrent aux difficultés économiques. Contrairement à ce qu'ont prétendu certains économistes, aucune tendance à la reprise ne semble se manifester ni dans le courant ni surtout à la fin de 1934. Sur bien des points, la situation était artificielle. Les industries travaillaient à perte, produisant pour des stocks ou des commandes exceptionnelles. Elles ne distribuaient de dividendes qu'en faisant fi de leur bilan et grâce à des emprunts. Les banques de leur côté faisaient état d'un actif

qui avait disparu, pour rembourser par des expédients les prêts de ceux qui leur faisaient confiance.

Les entreprises ne pouvaient plus faire appel aux réserves du passé ou à l'épargne. Ainsi qu'il résulte des statistiques citées plus haut, les liquidations et réductions de capital, les amortissements semblent, à raison d'au moins 20 milliards, avoir entamé la fortune belge pendant les cinq ans de crise. La situation factice qui avait pu se maintenir un temps ne pouvait plus continuer. La crise de crédit empêchait l'obtention de crédit obligataire, ne permettait plus les augmentations de capital et interdisait également les secours de l'Etat. Les bilans des entreprises reflétaient des situations comptables, non des faits exacts. Pour que les entreprises puissent être viables, il convenait d'adapter ces situations comptables à la réalité des faits. Il fallait réduire les actifs dans la proportion de la diminution des valeurs et comptabiliser les pertes. Mais cet assainissement était trop important et trop général pour qu'il ne fût pas catastrophique si, en même temps, une amélioration d'ensemble de l'activité économique ne permettait la reprise des affaires et l'aisance monétaire. Si l'on devait procéder à des réductions de capitaux, il fallait pouvoir ensuite augmenter à nouveau le capital.

Le problème de l'assainissement se heurtait d'ailleurs aux résistances de toutes les situations acquises, des fonctionnaires, des administrateurs de sociétés, des banquiers, des actionnaires. Faire apparaître, d'un coup, des pertes escamotées depuis plusieurs années et en accepter les conséquences, n'aurait pu que provoquer de graves conflits sociaux. A côté du problème d'assainissement, se posait un problème d'amélioration qui, d'ailleurs, en dépendait en partie. L'assainissement et l'amélioration de la conjoncture devaient donc être poursuivis en même temps. La question avait deux faces : l'une financière, l'autre économique.

La plus urgente peut-être, était la question financière. L'équilibre budgétaire de l'Etat et des collectivités locales devenait sans cesse plus aléatoire et sans cesse plus nécessaire. La situation des banques, ainsi que le déclarait en décembre 1934 le Ministre des Finances de l'époque, était extrêmement grave. Mais la question financière dépendait de la question économique. Les difficultés des Banques provenaient de leurs investissements dans l'industrie et la crise des finances publiques était due en grande partie aux secours portés par l'Etat à une économie défailante. Si les entre-

prises retrouvaient une marge bénéficiaire, les banques pouvaient être payées, le recours au Crédit devenait moins nécessaire, la rentrée des impôts s'effectuait plus aisément. La situation économique et la situation financière étaient liées. Le dénouement de l'une entraînait celui de l'autre.

La situation économique était elle-même dominée par un problème industriel. Il fallait essayer de chercher sur le marché intérieur des débouchés qui allaient sans cesse en s'amenuisant dans les pays étrangers. Pour augmenter le pouvoir d'achat national, il convenait avant toute chose de rendre aux entreprises la marge bénéficiaire indispensable. C'est la recherche de cette marge bénéficiaire qui était au fond le problème crucial, la solution de celui-ci dépendant d'ailleurs de celle apportée au paiement des dettes industrielles et à la revalorisation des actifs.

Pour retrouver le profit, on chercha d'abord à réduire les prix de revient en ne voulant pas se rendre compte des contradictions contenues dans les mesures adoptées. La politique de déflation fit faillite et aboutit à la fin de 1934 à la situation désastreuse que résument les pages précédentes. On s'aperçut alors qu'il était possible par la dévaluation d'agir à la fois sur les prix de revient et les prix de vente. Bien conduite, l'opération pouvait abaisser les uns et élever les autres. Mais, difficile et douloureuse, elle n'était réalisable qu'en s'appuyant sur l'adhésion d'une opinion publique qui en connaissait mal les conditions et qui, apeurée par le précédent de 1926, refusa longtemps de l'admettre.

CHAPITRE II

La Dévaluation et l'Opinion

S'il se manifestait avec plus d'acuité à la fin de 1934, le problème de la marge bénéficiaire se posait depuis le début de la crise. M. van Zeeland le reconnaissait d'ailleurs implicitement dès 1932 en écrivant dans son ouvrage « Regards sur l'Europe » : « Nous nous trouvons devant un dilemme : ou les prix se relèveront ou les créances devront être aménagées et adaptées au niveau actuel ».

Le problème du profit reçut tout d'abord des solutions temporaires et précipitées; on essaya de l'éluder plutôt que de le résoudre, en créant des débouchés factices et en maintenant artificiellement des bénéfices. En 1934, leurs réserves et l'emprunt permirent aux Sociétés de distribuer des dividendes bien supérieurs aux bénéfices réels. Mais ce procédé facile ne pouvait qu'être temporaire. Limité par la situation du marché de l'argent, il devait accroître les difficultés futures. Aussi bien, les entreprises cherchèrent-elles par une rationalisation plus poussée à diminuer leurs prix de revient en réduisant les frais généraux. Mais là encore, devant la permanence et la gravité des difficultés, les mesures prises ne pouvaient apporter d'aide sérieuse. Les palliatifs étaient insuffisants pour résoudre une crise qui durait depuis cinq ans. Le problème fut attaqué de front. Quitte à éliminer les entreprises inaptes, la politique de déflation tenta d'adapter les prix de revient belges à la baisse des prix mondiaux en pesant sur chacun de leurs facteurs. Poursuivie par les particuliers avec un louable souci, encouragée dans une certaine mesure par les Pouvoirs Publics, la déflation fut en Belgique, particulièrement rigoureuse, surtout pendant l'année 1934.

Le tableau suivant montre l'ampleur de la chute des prix de gros et de détail, des prix de produits importés et de produits exportés.

Années	Indices des prix de gros (1)		Indices des prix (1)		Indices des prix de détail (1)		Indices du coût de la vie 3 ^e catég. (3)
	en francs nouveaux	francs or (2)	produits importés	produits exportés	en francs nouveaux	francs or (2)	
1929	851	123	893	846	875	126	220
1930	744	107	782	741	874	126	226
1931	626	90	686	631	798	115	203
1932	532	77	595	518	720	104	183
1933	501	72	555	526	705	102	181
1934	473	68	528	479	666	96	174
12/1934	468	67	520	458	653	94	174

Même corrigées des modifications survenues dans le commerce extérieur (diminution des importations des matières premières et des exportations de produits fabriqués), ces statistiques montrent l'ampleur de la baisse des prix qui pour certains produits n'est pas loin d'atteindre celle des prix mondiaux. De 1930 à 1934, le coût de la vie fléchit de près de 25 %. Le prix de certains produits de première nécessité diminue encore davantage. Les œufs baissent de 45 %, le pain de 44 %, la viande de 41 %, le lait et le beurre de 37 %.

Baisse des prix de détail dans l'agglomération bruxelloise de décembre 1929 à décembre 1934

Moins de 10 %	10 à 20 %	20 à 30 %	30 à 40 %	40 à 50 %	50 à 60 %	60 à 70 %
z d'éclair. 3%	Cacao 12%	Chemise	Chicorée ... 30%	Lait complet. 40%	Savon mou.. 51%	Lard du
ugies 3	Casq. habill. 12	coton 20%	Charbon 32	Chocolat 40	Graisse de	
udin 3	Chaussettes	Casq. de	Bouilli de	Beurre de	bœuf 52	
mmes de	de travail. 14	travail ... 21	bœuf 32	laiterie ... 40	Œufs 54	
erre 4	Costume-ves-	Café Santos. 22	Savon	Beurre de	Haricots 56	
lumettes . 5	ton 15	Entrec. de	Sunlight .. 35	ferme 42	Huile d'ara-	
caroni ... 6	Sucre scié .. 15	bœuf 26	Pain de	Torcheons ... 44	chides 57	
ère de	Electricité .. 17	Haché de	ménage ... 38	Côtelette porc 46		
ménage ... 7	Sardine 18	bœuf 26		Riz 48		
é 8	Chapeau	Margarine .. 26		Huile d'olives 48		
de cuisine 9	boule 48	Chaussettes				
	Chemise toile 19	ordinaires. 26				
		Chaussures				
		d'homme . 26				
		Sabots 26				
		Brosse				
		chiendent . 29				

(1) Avril 1914 = 100.

(2) Sur la base du taux de stabilisation de 1926.

(3) 1921 = 100.

La Belgique apparaît ainsi comme l'un des pays où l'effort de déflation fut le plus accentué. Malgré la résistance des classes laborieuses, le montant nominal des salaires, déjà diminué par le chômage, fut réduit de 40 %. Les baux agricoles et commerciaux furent révisés. De nombreuses entreprises disparurent. Pendant quatre ans, la moyenne mensuelle des faillites s'établit à près de 300. Les pertes comptabilisées et déclarées se chiffèrent à plus de 7.714 millions. Les réductions de capital atteignirent 4.662 millions et les liquidations s'élevèrent à 5.500 millions.

La politique de déflation fut vivement encouragée par les Pouvoirs Publics qui, au moins dans une certaine mesure, réussirent à en favoriser le développement. Les divers Gouvernements, qui se succédèrent, se firent donner et renouveler à plusieurs reprises des pouvoirs exceptionnels. Ils en usèrent pour contrôler les prix de la viande et du pain, le coût des transports, le taux des loyers et des hypothèques. Malgré les difficultés croissantes de la situation financière, ils firent pression sur la Banque Nationale pour que celle-ci diminue le taux officiel d'escompte. De 5 % en 1929, ce dernier passa à 3,5 % en 1933 et 2,5 % en 1934. Corrélativement, le taux du papier commercial fléchit de 4,30 à 2,40.

Cependant, les effets de ces mesures restaient le plus souvent théoriques. Les réalisations vraiment pratiques se heurtaient à l'acuité sans cesse grandissante des difficultés sociales et à la situation de plus en plus délicate des Finances Publiques. Le Gouvernement, loin d'alléger les impôts, était obligé de créer de nouvelles taxes dont l'incidence faisait plus que compenser les dégrèvements proposés seulement en 1934, pour la somme insignifiante de 187 millions.

La déflation économique, imposée le plus souvent par la force des choses, ne peut procurer de résultats efficaces que lorsqu'elle s'accompagne d'une situation financière prospère et que si elle contribue peu à peu à accroître les disponibilités monétaires. Elle était, en Belgique, vouée à un échec certain, puisque la crise financière ne permettait pas la constitution de réserves nécessaires à la reprise. Bien qu'aidée par les circonstances et favorisée par le zèle de certains hommes politiques, bien que poursuivie pendant quatre ans, la déflation, malgré la fixation des prix exprimés en or à un niveau inférieur à celui de 1913, ne fit dans bien des cas qu'accroître les difficultés sans résoudre aucun problème essentiel.

Son insuccès pratique détacha d'elle peu à peu les théoriciens

et l'opinion publique. Les modalités mêmes de son application, l'insuffisance, l'inégalité, la lenteur, l'hésitation auxquelles elle donna lieu, en éloignèrent les bons esprits, qui, après avoir condamné la façon dont elle fut réalisée, en vinrent bientôt à critiquer son principe.

SECTION I. — ABANDON DE L'IDEE DE DEFLATION

1° LA DÉFLATION, SON INSUFFISANCE, SON INÉGALITÉ, SA LONGUEUR.

A mesure qu'elle se poursuivait, apparurent plus nettement les raisons de l'imperfection de la politique de déflation. *L'insuffisance de la déflation économique* fut montrée notamment dans les chroniques de l'Institut des Sciences Economiques de Louvain. Elle fut mise en lumière par le rapprochement des indices de disparité des prix en Belgique et dans les autres pays, par rapport aux prix anglais, en prenant pour base les niveaux atteints en 1928.

Coût de la vie

Années	Belgique	France	Pays-Bas	Allemagne	Suisse	Italie
1928	100	100	100	100	100	100
1931	110	127	104	101	108	104
1932	140	155	134	127	138	124
1933	150	160	144	136	141	142
1934	160	175	157	157	159	144

Si les prix belges étaient moins élevés que ceux de certains pays, notamment des pays du bloc-or, leur équilibre avec les prix des nations rattachées à la Livre Sterling — les trois quarts du monde — était détruit. Pays essentiellement exportateur, la Belgique devait être particulièrement gênée de cette rupture.

Le même calcul aurait pu d'ailleurs être établi pour les prix de gros. Depuis 1932, ceux-ci se fixaient à environ 20 % plus cher que les prix anglais. Aussi bien, les graphiques (1) I et II donnent-ils une idée exacte de l'évolution relative des cotations.

(1) Graphiques établis par M. Dupriez, professeur à l'Institut des Sciences Economiques de Louvain.

Tableau I. — Indice des disparités du pouvoir d'achat de la monnaie belge et des monnaies sterling pour les prix de gros.

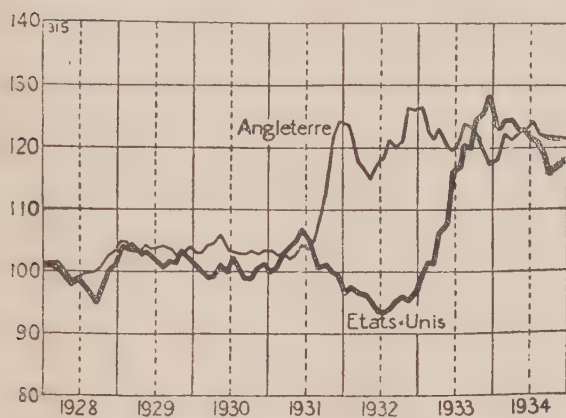
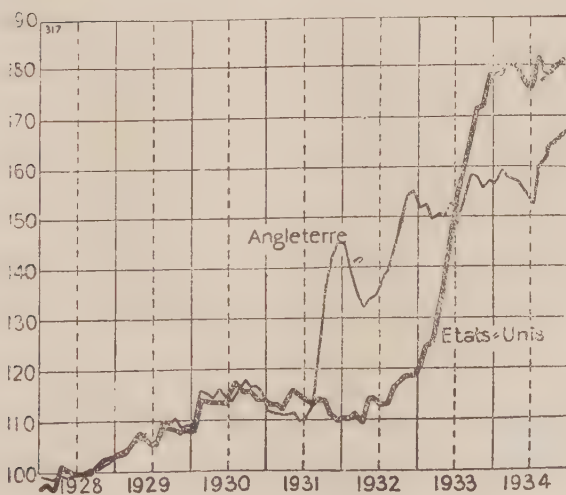


Tableau II. — Indice des disparités du pouvoir d'achat de la monnaie belge et des monnaies sterling pour le coût de la vie.



Plus forte pour le coût de la vie que pour les prix de gros, la disparité des indices par rapport à 1928 n'a cessé de s'accroître depuis la fin de 1931, date de la dépréciation de la Livre. Au lieu du rapport normal de 120 à 125, le rapport des prix belges aux prix anglais s'éleva à 165.

La politique de déflation se révélait impuissante à compenser les effets du fléchissement de la devise anglaise. Pays de prix traditionnellement bas, la Belgique voyait dans le **débat des concurrences**, les cotations de ses industriels devenir plus élevées que celles de leurs rivaux. Sur les marchés extérieurs, les prix ne pouvaient plus avoir raison des tarifs de plus en plus protecteurs. L'exportation belge déclinait au profit de celles de pays à monnaie dévaluée, tels que la Suède. Sur le marché national, le développement des mesures de défense ne **pouvait empêcher l'accroissement** des importations. L'inadaptation des prix à la baisse des revenus restreignait les débouchés.

Par son insuffisance même, économiquement vaine, la déflation n'apporta pas, pour la même raison, de remède à la situation financière. Elle ne permit ni d'éliminer la majorité des sociétés marginales, ni d'assainir la plupart des bilans. Au contraire, à mesure que les prix fléchissaient et que **s'élevaient les pertes**, des augmentations de capital et des emprunts obligataires maintenaient des situations factices. Alors que **l'indice des prix de gros** passait de 100 à 54, en accusant une baisse encore insuffisante, celui des charges d'intérêts des **Sociétés** **croissait de 100 à 305**. Malgré des réductions de capital et des liquidations importantes, les augmentations nominales de capital atteignaient, de 1932 à 1934, 2.400 millions, dont deux milliards étaient libérés, et se chiffraient pour la seule année 1934 **au tiers du capital** global des sociétés intéressées. Les entreprises enflaient leurs avoirs au lieu de les réduire. Quand elles ne les encourageaient pas à le faire, les banques laissaient les sociétés se livrer à de telles pratiques, seul moyen pour elles d'éviter une dépréciation trop brusque et trop profonde de leurs participations. Les opérations d'assainissement, nécessaires pour rendre compte des situations nouvelles créées par la crise, étaient retardées, car on craignait de faire paraître un rapport **trop peu favorable entre, d'une part les charges fixes, dettes obligataires et engagements bancaires, et d'autre part le capital social. La comptabilisation des pertes** aurait consacré trop de ruines et entraîné trop de désastres.

En entretenant toutefois une déflation insuffisante, la crise ne pouvait qu'aggraver, en en retardant l'issue, une situation artificielle. Elle empêchait de bénéficier des avantages techniques d'une diminution du taux de l'intérêt et d'une baisse des prix de revient ; elle éloignait de l'économie et des finances belges, la confiance du public qui doutait de sa réalisation. Imparfaite, boiteuse, la déflation créait, par le fait même, un déséquilibre entre les différents éléments dont l'harmonie est essentielle pour l'existence d'une conjoncture saine.

La déflation était inégale; logiquement d'ailleurs elle ne pouvait guère ne pas l'être. Une évolution est toujours inégale; le passage des prix d'un niveau élevé à un niveau inférieur comporte des différences qui s'expliquent par la variété infinie des situations, des entreprises et des conventions individuelles. Mais l'inégalité fut en Belgique particulièrement remarquable, ainsi que le montre le tableau suivant qui résume certains mouvements que la statistique peut saisir.

Indices 1929-1934

Années	1929	1934
Prix de gros	100	54
Prix de détail	100	71
Coût de la vie	100	78
Salaires nominaux	100	80
Volume global des salaires	100	52
Production industrielle	100	65
Valeur globale des exportations	100	44
Valeur globale des importations	100	41
Valeur globale des droits de douane	100	110
Charges fiscales	100	85
Charges d'intérêts des emprunts publics intérieurs ..	100	125
Intérêts des obligations, dividende des actions ..	100	78
Dividendes des actions	100	54
Charges d'intérêts des obligations des sociétés ..	100	305

En raison des modalités différentes du calcul des indices, la comparaison rigoureuse des chiffres n'est pas possible. Toutefois, les méthodes ne sont pas si dissemblables qu'elles ne permettent de tirer certaines conclusions.

1) On peut noter tout d'abord la *divergence de la diminution des prix de gros et de la diminution des prix de détail*. Les premiers subirent une baisse beaucoup plus accentuée. M. Lescure (1) a mis

(1) *Crises générales et périodiques de Surproduction*. Paris 1932, p. 540 et s.

particulièrement en lumière les conséquences néfastes de ce déséquilibre et les complications qu'il apporte au retour à un état économique satisfaisant. Les prix de gros définissent et mesurent les revenus. Le niveau des prix de détail commande le pouvoir d'achat de ces revenus. Si ce niveau est excessif (comparé à celui des **prix de gros**), les consommateurs seront privés d'acheter au détail à des prix relativement élevés les marchandises vendues en gros à bas prix. Il en résultera une sous-consommation et une prolongation de l'état de dépression.

La plupart des économistes belges, notamment M. De Leener, signalèrent en leur temps les dangers de ce déséquilibre, et montrèrent combien sa persistance rendait le dénouement de la crise plus lointain et plus difficile. Aussi bien, la divergence accrue des prix ne se faisait-elle pas sentir seulement sur l'économie générale ; elle avait des répercussions dans chaque entreprise et principalement dans celles qui touchaient aux industries essentielles de la Belgique. Les prix de gros, en effet, fixent les prix de vente alors que les prix de détail déterminent les prix de revient. Le fléchissement plus grand des prix de gros ne pouvait marquer qu'une diminution de la marge bénéficiaire des entreprises, d'autant que le volume des productions se réduisait au même moment. Il aggravait également le déficit des budgets de l'Etat et des Collectivités publiques dont les dépenses, qu'il s'agisse d'achats de matériel ou de traitements, se fixent par les prix de détail, tandis que leurs recettes s'établissent d'après les **prix de gros**.

2) En second lieu, il convient de souligner l'évolution particulière des *revenus financiers* dans l'ensemble des prix et revenus.

Les indices financiers par leur élévation ou leur diminution moindre que celle des autres revenus, n'indiquent pas seulement un déplacement de la richesse. Ils montrent la difficulté de pouvoir s'acquitter de dettes dont la valeur relative s'élève en même temps que s'accroît leur montant. Ils soulignent l'impossibilité de réduire les prix de revient et de détail, ainsi que l'obligation des entreprises de travailler davantage pour **apurer leurs dettes**, dans un temps où la restriction des débouchés oblige à constituer des stocks. Ils font apparaître la nécessité inéluctable de la faillite finale, retardée, mais aggravée. Ils témoignent de l'accroissement des charges de l'Etat et des embarras croissants du Trésor, l'augmentation des charges financières restreignant d'ailleurs le montant des capitaux disponibles et diminuant la confiance des prêteurs.

Ainsi, loin de remédier aux difficultés économiques, la déflation, parce qu'inégale, ne faisait que les accroître. Elle aggravait la situation financière et amenait peu à peu une crise de crédit.

L'inégalité de la déflation avait également de graves répercussions sociales. Les titulaires de revenus fixes, fonctionnaires, porteurs de rente, créanciers de toute nature, voyaient leur situation respectée et bénéficiaient en outre de la baisse des prix. Les classes laborieuses au contraire, aussi bien par la réduction des salaires que par le développement du chômage, se trouvaient désavantagés par l'amenuisement du profit et des dividendes. La concentration des revenus en un nombre de plus en plus limité de privilégiés aiguës les revendications sociales. A se poursuivre, la politique de déflation risquait d'engendrer de sérieux conflits, ainsi qu'en témoignaient déjà les grèves survenues en 1934 dans l'industrie textile. Aussi se fit-elle de plus en plus hésitante, et cette hésitation même dans les mesures de restriction, ne pouvait manquer d'aggraver la situation.

La déflation se heurtait au désir légitime des individus de voir maintenues leurs situations d'avant la crise et à des oppositions dont la force particulière provenait du développement des sociétés anonymes, de la puissance des banques et de l'importance des organisations syndicales.

Dans le même temps où par des « brabançonnnes oratoires » de nombreux dirigeants clamaient la nécessité de procéder à une déflation plus rigoureuse, le Gouvernement était obligé de prendre certaines mesures de « contre déflation ». Pour ne pas aggraver un conflit social toujours latent, et enrayer la baisse des salaires, il acceptait de subventionner les Charbonnages au moyen de ristournes sur les droits d'entrée. En adoptant en janvier 1935 le principe de l'échelle mobile pour les traitements et les pensions, le Gouvernement eut soin également d'assurer qu'au-dessous d'un certain chiffre de l'index des prix de détail, les traitements et les pensions ne seraient pas réduits. Premières manifestations de l'abandon de la déflation, ces mesures, ainsi que l'a dit justement le professeur Baudhuin, consumaient la première défaite du franc belge. D'autre part, la dette ne fut ni amputée ni convertie bien qu'au début d'août 1934, le 5 % intérieur se capitalisa aux environs de 3,25 %. Au contraire, en voulant provoquer une large expansion des crédits, l'Etat en accrut petit à petit le montant. Lorsque

le Gouvernement mit à la disposition des banques et des industries de nombreux milliards, il ne subordonna pas toujours son aide à l'assainissement ou à la déflation des bilans. Sans doute quelques banques de seconde importance durent-elles aménager leurs positions, mais les grosses sociétés n'effectuèrent que des réformes de surface. En refusant d'apporter leur concours à la politique de déflation, les Socialistes et quelques autres opposants empêchaient tout effort d'envergure. M. Gutt, ministre des Finances du dernier Gouvernement de déflation note (1), avec une ironie non dénuée d'amertume, « que c'était le jeu », mais il certifie que ce jeu, faisant hésiter la déflation, augmentait les difficultés.

En se gardant de porter atteinte à certaines situations, on arrive forcément, en effet, à accroître les inégalités ; on annihile l'efficacité des mesures prises ; on rend la déflation longue et lente et, par le fait même, on en condamne à priori le principe et l'application. Ses résultats vont alors à l'encontre du but recherché. Se rendant malaisément compte de la baisse effectuée, le public attend toujours une diminution plus importante. N'apercevant pas la fin de la période difficile, il n'a aucun espoir de renouveau. La confiance perdue, il thésaurise ; il limite ses achats aux choses essentielles et les effectue au jour le jour. A durer trop longtemps, la déflation provoque une abstention généralisée et engendre de nouveaux déséquilibres. Elle implique nécessairement une sous-consommation et l'inutilisation des crédits, même lorsque ceux-ci sont abondants et consentis à bon compte. Elle accroît la crise initiale en faisant disparaître, pour une longue période, l'espoir et le goût du redressement.

2° CRITIQUE DE LA DÉFLATION IMPARFAITE, PUIS CRITIQUE DE LA DÉFLATION TOTALE.

Les inconvénients de la déflation telle qu'elle fut poursuivie en Belgique n'étaient pas d'ailleurs sans apparaître à la plupart des esprits indépendants du Royaume. Tous en condamnaient les imperfections d'application. Certains prétendaient même que ces imperfections étaient inévitables, qu'en Belgique la déflation ne

(1) *Pourquoi le Franc belge est tombé.* Bruxelles 1936.

pouvait être qu'une opération inefficace et nuisible, qu'au surplus elle constituait une erreur économique et que son principe même devait être repoussé.

A la fin de 1934, dans la plupart des journaux, l'application de la déflation commence à être critiquée, non plus seulement par des partisans, mais par des hommes de science jusqu'alors ses zéloteurs. Dans un article publié fin octobre par « La Libre Belgique », M. Baudhuin conclut par exemple : « Il y a une chose pire que tout, la déflation imparfaite, c'est-à-dire l'abaissement des charges et des frais de production poursuivi à une allure trop lente et à un degré insuffisant. Ce caractère imparfait prive du stimulant que l'on trouve enfin lorsque l'on est parvenu à l'équilibre des prix. Et d'autre part, cette lenteur fait durer une psychologie de baisse qui nuit aux affaires en retardant les achats ; ceci étend fatalement le chômage de proche en proche. Or c'est à ce régime que la Belgique a été ; la déflation est un remède à condition qu'elle soit prise à dose suffisante, sinon elle devient un poison ». Devant l'inefficacité des mesures adoptées, **on comprit** l'erreur commise. Des économistes tels que M. De Leener, des politiques tels que M. de Broqueville, MM. Theunis et Sap, ne cessèrent au cours de 1934 de réclamer une déflation plus poussée. Le 16 mai, M. Jaspas, alors Ministre des Finances, proclamait par T. S. F. la nécessité d'opérer une « profonde déflation » qui, reconnaissait-il, n'avait jusqu'alors été qu'ébauchée. Le 13 juin, lorsque se constitua le nouveau ministère de M. de Broqueville, avant toute chose, celui-ci demanda des pouvoirs spéciaux en vue du « redressement économique et financier et de l'abaissement des charges publiques ». Il reçut le droit explicite de modifier la législation relative aux impôts ; celui de faire résilier des conventions cependant équitables et des contrats portant des prestations périodiques ; celui de faire abaisser les **prix des objets de première nécessité** et plus généralement des **produits cartélisés**.

Dans un discours prononcé à Roulers le 1^{er} novembre 1934, M. Sap, Ministre des Finances, instruisant de façon retentissante le procès de la déflation et de l'inflation, demanda, notamment aux fonctionnaires, les sacrifices indispensables à l'accomplissement de la déflation. Montrant combien il était nécessaire pour la Belgique de vivre « à bon marché », répudiant la dévaluation pour les troubles qu'elle provoque, **s'appuyant sur des décisions récentes** du Conseil Général du Parti Socialiste et de l'Union Catholique,

l'orateur n'hésitait pas à s'écrier : « Pas d'escroquerie, pas de dévaluation. Nous voulons sortir de nos misères par des moyens honnêtes et efficaces ; nous ne craignons pas les sacrifices que cela comporte ». On doit rendre hommage à la sincérité d'un tel discours. On peut toutefois se demander s'il n'était pas trop tard pour effectuer la politique de déflation plus sévère que l'on voulait imposer au pays. La mauvaise déflation avait produit des inégalités déjà dangereuses. Les mesures artificielles avaient engendré une situation plus difficile. Le point de départ était mauvais. Le temps perdu nécessitait des mesures trop promptes et peut-être trop importantes, qui ne pouvaient aller sans perturbations douloureuses et dangereuses. L'opinion publique qui les aurait sans doute acceptées au début de la crise, n'était plus en 1934 capable de les supporter.

Il est facile de reconnaître l'efficacité de la déflation dans un discours, il est plus malaisé de l'appliquer dans sa rigueur. Les pleins pouvoirs en régime démocratique et parlementaire ne sont pas des pouvoirs exorbitants. Ils restent toujours soumis à la sanction du Parlement et à l'assentiment de l'opinion. Ils sont accordés nominalement ; ils délivrent de la lenteur de la procédure habituelle mais n'évitent pas d'y recourir. Trop importante, la déflation ne peut être parfaite, car elle se heurte à la fois aux résistances des ennemis et des amis de ses promoteurs. En dehors de toute autre considération, la politique pure incite les partis d'opposition à critiquer des mesures jugées trop sévères, quitte à se servir par la suite de leurs résultats. Socialistes et démocrates chrétiens gênèrent de leur mieux l'action gouvernementale. M. Gutt (1) met cette attitude en évidence dans son livre sur la chute du franc belge et avec tristesse, note quelle en fut la part de responsabilité sur le cours des événements. Quant aux amis, peut-être plus à craindre que les ennemis, les dossiers de la Commission d'enquête sur la dévaluation du Belga montrent, en faisant l'histoire des collusions politico-financières, jusqu'à quel point allaient leurs exigences et quelles entraves ils apportaient à la déflation en demandant des secours d'Etat pour justement en éluder la rigueur.

La déflation totale ne paraît possible que si elle reste modérée et qu'elle s'effectue dans un pays habitué à un niveau d'existence

(1) Ouvrage déjà cité.

peu élevé et sous un gouvernement de dictature. Aussi bien M. Gutt et le Général Lemerrier (1) ne purent-ils s'empêcher d'en faire la remarque. Dépasant dans son indépendance d'esprit les économistes officiels, le Général Lemerrier va même jusqu'à se demander si, en tout état de cause, cette déflation totale serait possible. « D'aucuns — dit-il — viennent parler de *déflation totale*. » Ainsi les réductions légales de loyer pourraient s'appliquer à tous (Mussolini l'a fait) et même le loyer de l'argent serait aussi réduit (Hitler l'a fait pour les dettes hypothécaires). Mais auriez-vous alors la déflation totale ? Est-ce que du coup on aurait diminué les prix du minerval et de la pension des enfants, les prix du médecin, de l'accoucheuse, de l'infirmière, le prix du journal et de la revue... Même tout cela diminué, vous n'auriez pu le faire que dans la proportion des prix de détail, si différente en baisse, de la marche des prix de gros. Et après, auriez-vous touché au principal, c'est-à-dire au capital même de la dette ? Or, c'est là, comme le marque le professeur Ansiaux, l'élément rigide et irréductible, par excellence, du coût de la production, car la résistance des obligataires et des prêteurs hypothécaires est invincible. Et il en va de même pour l'agriculteur que ses dettes placent aujourd'hui dans une situation réellement tragique. La déflation n'a pas en elle-même de remède s'attaquant à la rigidité de ces deux grands facteurs de l'organisation actuelle. Où dès lors, nous conduit-elle ? »

Ces quelques phrases sont caractéristiques de l'évolution des esprits à la fin de l'année 1934. Nombre d'économistes et non des moindres commencent à douter de la déflation et, n'osant encore s'attaquer à son principe, la critiquent « de l'extérieur », en attirant l'attention sur les conditions de son application et les conséquences de sa réalisation. La considérant toujours comme un remède aux difficultés du moment en s'autorisant de l'exemple Polonais, le Professeur Baudhuin remarque que poussée jusqu'à un certain point — jusqu'au point où elle devrait l'être — la déflation devenait en Belgique extrêmement pénible.

Non seulement les prix belges devaient s'adapter à la baisse des prix mondiaux, mais ceux-ci étant exprimés le plus généralement en livres sterling, ils étaient obligés de suivre toute dépréciation de la devise anglaise. Il convenait qu'ils s'accordassent à

(1) *La Catastrophe de la Déflation*, par le Général Lemerrier.

la fois avec une crise économique et la modification du pouvoir d'achat de l'or, et avec une crise monétaire et la variation du pouvoir d'achat de la Livre. Toujours remis en cause, l'équilibre des prix belges et des prix mondiaux ne pouvait être poursuivi du côté belge par la seule déflation que si aucune limite n'était fixée à cette opération. Indéfinie, celle-ci devenait dès lors une expérience d'adaptations successives, aussi dangereuse qu'illogique. Une baisse de la livre ne devait pas être compensée par une entreprise de nature aussi dissemblable. A être poursuivie plus longtemps dans un pays où elle s'est ajoutée à une crise, la déflation eût pu être catastrophique et devenir intolérable. Un régime sévère est capable de guérir un malade. Il peut aussi l'anémier entièrement et amener sa perte. En petites quantités, l'arsenic et la strychnine sont des stimulants ; à forte dose, ils tuent.

Certains auteurs mirent en évidence qu'une déflation trop accentuée allait à l'encontre des buts recherchés. La baisse des prix ne signifie pas seulement la ruine des débiteurs. Exagérée, elle cause également le malheur des créanciers. Les débiteurs ne payent plus ; la réalisation des gages, dont la valeur ne cesse de diminuer, devient incertaine. Une trop grande rigueur risque d'accumuler des pertes définitives.

M. Janssens, professeur à l'Université de Louvain, ne cessa d'attirer l'attention sur cet aspect de la situation, en citant l'exemple de l'Amérique. « Lorsque la classe des créanciers ne peut pas encaisser, dit-il, elle ne s'intéresse plus au pouvoir d'achat de son revenu, elle s'occupe en principe de sauver son capital. En Amérique, la situation avait atteint un tel état qu'une législation sociale fut promulguée afin de dégager les débiteurs et de protéger les créanciers contre eux-mêmes dans la lutte pour la sauvegarde de leur capital. La hausse dans le prix de l'or a permis aux débiteurs de faire face à une forte part de leurs charges fixes, et la classe de créanciers ne souffrira pas d'immenses pertes qui auraient inévitablement accompagné l'achèvement du processus de déflation. La hausse récente dans le prix des obligations en présence d'une dépréciation du dollar et, par conséquence, la petite perte dans le pouvoir d'achat du revenu des créanciers est largement compensée par l'élimination des pertes énormes en capital que les créanciers auraient dû supporter autrement. Une politique de hausse du prix de l'or en vue de rétablir un équilibre dans la structure des prix, et par

« conséquent de restaurer ainsi les revenus et les profits, est d'une valeur incalculable pour la classe des créanciers et également « pour le pays dans son ensemble. »

L'avis du professeur Janssens était fort clair. Il rejoignait l'opinion émise par M. van Zeeland dès 1932. Le futur Premier Ministre remarquait déjà « qu'en définitive, l'amortissement et le service des créances en général, ne peuvent effectivement s'opérer que grâce aux richesses produites par le travail des entrepreneurs et des ouvriers utilisant les capitaux investis ». Il faut produire, ajoutait-il, si l'on veut que soit assurée la satisfaction des droits des créanciers. En d'autres termes, cela voulait dire « Ne tuez pas la poule aux œufs d'or » ou plus exactement « Ne laissez pas mourir de faim la poule aux œufs d'or », « n'asphyxiez pas l'économie par une déflation sans issue » (1). Imparfaite, la déflation présente de graves inconvénients pour certaines classes de la nation et n'apporte aucune solution aux difficultés constatées. Plus rigoureuse dans la suite, elle devient mauvaise pour les classes qui avaient commencé à en bénéficier et nuit à l'ensemble du pays. Remède si l'on veut, mais remède théorique, elle apparut peu à peu, par suite de l'ampleur qu'elle devait revêtir, inapplicable en Belgique à la plupart des économistes qui, tel M. Bauhuin, en avaient admis au début la nécessité.

3° CONDAMNATION PROGRESSIVE DE LA DÉFLATION.

De l'inaptitude de la déflation à remédier aux difficultés du moment, on accusa d'abord non la déflation elle-même, mais les conditions dans lesquelles elle était appelée à s'exercer.

On fit remarquer que la structure économique et sociale du monde moderne imposait des limites immédiates à toute politique de restriction. On observa que l'importance accrue des sociétés anonymes et des banques, l'élévation générale du niveau de vie, l'évolution même des esprits, empêchaient le processus de la déflation de se dérouler normalement. On nota qu'il se heurtait aux intérêts et aux souffrances de certaines classes qui, longtemps sans défense, savaient désormais faire entendre et écouter leurs revendications. On souligna que la crise présente avait à faire face à une baisse des prix considérable, d'une envergure inconnue

(1) Général LEMERCIER, *La Catastrophe de la Déflation*.

dans l'histoire et qu'une politique d'économies ne pouvait, par elle-même, résoudre le problème, non plus passager mais **permanent**, d'une baisse qui était le résultat d'un développement et d'une rationalisation plus poussée des entreprises ; qu'au demeurant cette politique ne pouvait remédier à une « crise » dont l'essence était moins des difficultés de production que de répartition.

Les économistes insistèrent d'ailleurs sur le fait que les obstacles s'opposant dans le monde moderne à la réalisation d'une politique de déflation, étaient plus nombreux et plus graves en Belgique que dans tout autre pays. La répartition même du revenu national suffisait à montrer, selon eux, combien cette politique pouvait être néfaste.

Le Revenu Belge avait, en 1930, été établi de la façon suivante par le professeur Baudhuin et le Sénateur Barnich.

Immeubles	6.600
Obligations (30.000 à 6%)	1.800
Dettes hypothécaires (30.000 à 7%)	2.100
Professions libérales	1.250
Total des redevances monétaires fixes	11.750
Salaires	27.000
Revenus professionnels	20.450
Revenus mobiliers autres	6.290
Total des revenus variables	53.470
Ensemble des revenus (en millions de francs)	65.490

Le pourcentage des revenus fixes était de 17,6 % et celui des revenus variables atteignait 82,4 %. L'inégalité de cette répartition ne pouvait manquer de faire sentir ses effets pendant la période de déflation en mettant en évidence la mauvaise situation de la généralité du pays, titulaire de **revenus variables**.

La baisse de 45 % des prix de gros se traduisait par une augmentation du pouvoir d'achat de la monnaie de 1,82 % (1). **A supposer** que le revenu national reste inchangé en quantité, son expression en monnaie est réduite en proportion de la **baisse des prix de gros**. Il devient non plus 65.490, mais 65.490 : 1,82, c'est-à-dire 35.983. Les redevances fixes, déterminées par des contrats de plus ou moins longue durée, ont à peine changé, de même que

(1) Les prix ne sont plus que de 55/100. La valeur de la monnaie est donc de 100

$\frac{100}{55} = 1,82$.

les honoraires et salaires des professions libérales ou des classes artisanales. Le total des redevances monétaires fixes est toujours voisin de 11.750 ; il reste pour le total des revenus variables 24.233, soit 67 %.

Mais dans la réalité, l'hypothèse se complique. Le revenu national diminue. S'il fléchit de 30 %, son montant global se chiffre à $35.983 \times 0,70$, soit 25.190 millions. Si l'on admet — ce qui est vraisemblable — que les dettes obligataires et hypothécaires sont restées généralement inchangées, que la diminution des revenus immobiliers, notamment à la suite des mesures législatives, s'est chiffrée à 25 % et que les honoraires des classes libérales se sont réduits dans la même proportion, la composition du revenu national devient alors :

Immeubles	4.950
Obligations	1.800
Dettes hypothécaires	2.100
Classes libérales	950
Redevances monétaires fixes	9.800
Redevances variables	15.390
Revenu national	25.190

Dans le cas d'une baisse des prix de gros de 45 % et d'une diminution du revenu national de l'ordre de 30 % — cas qui se rapproche sensiblement de la réalité à la fin de 1934 — les redevances monétaires fixes atteignent encore 83 % de leur montant de 1930 et représentent 38 % du revenu national total au lieu de 17,6 % en 1930. Les redevances variables, par contre, fléchissent à 28 % de leur chiffre de 1930 et ne correspondent plus qu'à 62 % du revenu global de la Nation.

Ce calcul théorique est suffisamment exact pour donner une idée précise de la ruine de la Nation ; la baisse des prix est un désastre pour la majeure partie du pays dont les revenus diminuent des trois quarts. Elle déplace la richesse du travail au capital, concentrant la plupart des revenus nationaux en un nombre de mains de plus en plus petit. Certains économistes avaient donc raison de dire qu'en rompant un équilibre traditionnel et en étant particulièrement nuisible pour les classes les plus nombreuses du Royaume, la déflation ne pouvait en Belgique, qu'être plus douloureuse et plus difficile que dans beaucoup de pays. Dans leur critique de la déflation, les économistes belges avaient soin toutefois d'apporter certaines distinctions.

Tout d'abord ils ne critiquaient jamais la politique de déflation budgétaire. Tout le monde, même les socialistes, la considérait comme nécessaire. De même qu'un individu doit adapter ses dépenses à ses revenus, il paraissait de simple **bon sens que l'Etat** équilibrât ses crédits par ses recettes. Cette idée mérite d'être notée, car on ne la trouve pas exprimée avec la même rigueur en Amérique et en France, où fréquemment, au même moment, certains doctrinaires ont estimé qu'un déficit du budget pouvait se justifier dans certaines circonstances et à certaines fins.

En second lieu, les économistes prirent garde de distinguer la politique de déflation de la politique d'économies. On admit la nécessité d'adapter son budget à ses ressources, mais on n'accepta pas de diminuer ses ressources pour diminuer son budget. Chacun en particulier voulut bien réduire ses dépenses, mais on considéra comme une folie d'adapter, par une réduction des prix et des dépenses, l'économie du pays à une baisse des prix sans précédent.

L'opinion publique fit, d'une façon générale, clairement ces deux réserves ; mais, justement peut-être parce qu'elle avait soin de les établir, elle ne manqua pas de critiquer la déflation en elle-même et de discuter son principe.

L'expression de l'opinion publique ne peut être recherchée dans les partis car, enclins à toujours considérer comme mal ce qui atteint leurs membres, ils sont trop intéressés pour pouvoir émettre une opinion. La grande presse ne donne pas toujours d'indications suffisantes. D'opposition, elle critique par définition les ministres en exercice ; de gouvernement, elle les loue en principe. Les tendances de l'opinion doivent être découvertes plutôt parmi les livres d'auteurs indépendants, dans les revues de techniciens et de diffusion limitée, dans des feuilles libres de province et des petits journaux. Dans ces ouvrages, la progression des idées est remarquable. A la fin de 1934, ce ne sont plus seulement les applications de la déflation, les conditions dans lesquelles elle s'exerce que l'on condamne, mais son principe même. Dans la doctrine des francs-tireurs qui, tel le général Lemer cier, écrivent pour eux-mêmes ou pour un petit nombre de lecteurs, se marque d'une façon extraordinaire, l'influence de Sir Henry Strakosh (1). Le retentissement de ses articles, publiés dans « The Economist » en 1934 sous

(1) Economiste anglais. Rapporteur à la Délégation de l'Or. Société des Nations 1930.

le titre de « The Road to Recovery » est incroyable. Bien que déjà en 1932, M. van Zeeland dans son livre « Regards sur l'Europe » ait écrit : « Toute modification brusque et profonde dans la valeur de la monnaie, c'est-à-dire dans les prix, fausse l'exécution des contrats et viole, par conséquent, à la fois les intentions des partis, l'équité et l'ordre social », c'est Sir Henry Strakosh peut-on dire, qui a montré à l'opinion belge la contradiction qui **pouvait résulter** entre les résultats d'une politique de déflation et les buts que celle-ci se propose.

De nombreux écrivains se sont employés à combattre l'idée généralement répandue que la déflation constituait **un bien** parce qu'elle amenait une baisse des prix. Attribuant le succès de cette thèse au fait que tout le monde était plus ou moins créancier, ne fût-ce que par un modeste livret de Caisse d'Epargne, ils se sont attachés à en dégager l'erreur et à mettre en lumière les perturbations profondes que la baisse des prix provoque dans le mouvement des affaires. Certains auteurs notent tout d'abord que la déflation amène automatiquement la « paralysie de l'économie ». En temps de baisse des prix, dit le général Lemerrier (1), le pessimisme est restrictif de dépense, même chez ceux que la crise épargne ou enrichit, car ils ont peur de dépenser un or chaque jour plus précieux. « Crier la grande pénitence » c'est semer **un pessimisme** qui ne peut qu'amplifier la crise, ajoute l'économiste. Les déflationnistes font appel à la confiance et par elle-même la déflation ôte la confiance. La baisse des prix fait apparaître pour l'acheteur une affaire comme meilleure demain qu'aujourd'hui ; elle ruine les gens qui sont obligés de constituer des stocks et, en même temps, force à la constitution des stocks. Selon le terme employé par Sir Neville Chamberlain, à la Conférence de Londres en 1933, « une réduction des frais produit de nouveaux effets sur les prix et les coûts, et les prix continuent de baisser par stades successifs sans jamais atteindre l'équilibre ». Aussi, la déflation accroît-elle la crise économique ; elle l'accroît d'autant qu'elle fausse l'exécution des contrats. Les débiteurs sont obligés de remettre à leurs créanciers des titres représentant en marchandises des valeurs supérieures à celles fixées lors du contrat ; il faut fournir plus de marchandises pour acquitter une même dette. D'autre part, une minorité satisfait ses besoins sans réussir à

(1) *La Catastrophe de la Déflation*. Général LEMERRIER.

épuiser ses ressources. Une partie du pouvoir d'achat de la nation reste ainsi bloquée, se transforme à nouveau en capital et se trouve une seconde fois employée dans la production au lieu d'être échangée contre des produits de consommation.

Obligeant à produire davantage et à gagner de moins en moins, la déflation amène, en même temps que l'accroissement des stocks, la thésaurisation et, a pour conséquence une crise inévitable de sous-consommation. La diminution des prix revient qu'elle recherche est freinée par l'amoindrissement du volume des affaires. Le déplacement de richesses qu'elle provoque n'est pas un simple transfert. Elle enrichit le petit nombre, rentiers, bénéficiaires de revenus fixes ; elle appauvrit la masse : salariés, entrepreneurs. Les nouveaux riches, quand ils osent le faire, dépensent autrement et moins que les anciens.

La baisse des prix n'est pas un « cadeau de la Providence » car elle n'a pas pour contre-partie une augmentation équivalente de la consommation. Au point de vue économique, la contradiction est flagrante entre les principes et les résultats de la déflation. Au point de vue financier, la théorie est encore davantage mise en échec. Lorsque baissent les prix, l'immobilité des capitaux constitue le meilleur et le plus certain des placements. Chaque jour s'accroît leur valeur et la politique suivie garantit l'avenir de la monnaie. Engendrant automatiquement la thésaurisation, la déflation, loin de résoudre le problème des dettes, ne fait d'ailleurs que le rendre plus aigu. La valeur des dettes s'exprime en unités monétaires de même grandeur nominale, mais de valeur effective bien plus considérable. Un simple calcul montre par exemple que le poids des dettes a doublé ou peu s'en faut de 1930 à 1934, en Belgique, le pouvoir d'achat du franc s'élevant de 1 à 1,82 (1) pendant le même temps. La dette publique, compte tenu de la dette des Collectivités locales (10 milliards) mais déflation faite de la dette étrangère (7 milliards) se montait à 60 milliards. La dette privée se chiffrait à environ 70 milliards (30 milliards d'obligations, 30 milliards de créances hypothécaires, 10 milliards de dépôts à la Caisse d'Epargne). L'ensemble atteignait 130 milliards.

Par suite de la baisse des prix, cette dette représente une charge effective de $130 \times 1,82 = 236$ milliards. Si l'on compare

(1) Cf. calcul précédent.

ce chiffre à celui de la fortune belge, 396 milliards, ou si l'on rapproche le montant nominal de la dette, de la valeur nouvelle de la fortune belge, après quatre ans de déflation, $396 : 1,82 = 220$ milliards, on peut s'apercevoir que d'après les deux calculs, la valeur des dettes atteignait en 1934, près de 60 % de la fortune nationale au lieu de 33 % en 1930. La charge nominale des impôts s'élevait la même année à 14 milliards pour un revenu de 53 milliards (66,5 milliards en 1930), mais le pouvoir d'achat du franc ayant augmenté, leur charge réelle était de l'ordre de 47 % (1) contre 21 % en 1930. Si l'on ajoute à la charge des impôts, la charge de la dette privée, on aboutit d'ailleurs au total d'une charge annuelle d'environ 18 milliards, soit 62 % du revenu général.

Bien que théorique, ce calcul est suffisamment exact pour montrer que chaque fois que la déflation se produisit, c'est-à-dire chaque fois que l'index number descendit, toute la dette pesa plus lourdement sur l'économie belge, dans la mesure où le pouvoir d'achat du franc s'élevait. A supposer même que le montant nominal des charges financières ne s'accrût pas, la déflation paraissait avoir pour corollaire nécessaire, l'augmentation indéfinie du montant effectif de la dette et par conséquent des impôts ; elle provoquait avec une continuité désespérante l'aggravation de la situation financière et, contrairement au but cherché, avait pour principal résultat une crise de crédit. La déflation n'est pas seulement le calvaire au sommet duquel on crucifie le Ministre des Finances, mais encore une course décevante vers un équilibre insaisissable, presque impossible à atteindre.

Contradiction économique, contradiction financière, la déflation est encore nécessairement l'origine de graves difficultés sociales. « Sous le jour trompeur d'avantager tous les consommateurs, elle tend d'une façon fatale, irrésistible, à ruiner les entreprises, à accroître les chômeurs et à détruire les classes moyennes » (2). Concentrant les richesses dans des mains moins nombreuses, la baisse des prix accentue leur mauvaise répartition et aggrave le

(1) Pour le calcul de ce pourcentage, il convient de rapprocher 14 milliards — selon la méthode précédente — de $\frac{53}{1,82} = 29,2$ milliards ou 53 milliards de $14 \times 1,82 = 25,48$ milliards. Le chiffre de 14 milliards tient compte des impôts des Collectivités Locales.

(2) Général LEMERCIER.

déséquilibre social. A son terme, elle pourrait se concevoir comme une expropriation indirecte de certaines classes de la société par d'autres.

La déflation, a-t-on dit, est intéressante pour les fonctionnaires et les rentiers; lorsqu'elle est limitée, elle l'est également pour les banques. La diminution nominale des revenus de ces catégories est compensée par leur augmentation effective, le pouvoir d'achat du franc croissant en raison inverse de la baisse de l'indice. Par contre la déflation est la ruine des actionnaires, des ouvriers et des entrepreneurs; elle suppose des souffrances plus ou moins grandes des masses. Après avoir amené en Angleterre la révolte des marins de la flotte et s'être heurtée en Amérique au mécontentement des fermiers, elle risquerait en Belgique de provoquer la manifestation d'un conflit social, d'autant plus à craindre que la majeure partie de la nation est justement composée d'actionnaires, d'ouvriers et d'entrepreneurs. Moins apparent qu'en période de hausse des prix, puisque les épargnes du passé et la résistance naturelle des salaires à la baisse permettent d'en amoindrir les conséquences, le déséquilibre social, dont la lenteur des répercussions n'empêche pas la manifestation, est, en temps de déflation, beaucoup plus grave. Il atteint les classes les plus actives et les plus intéressantes du pays. Ces difficultés nouvelles destinent celles-ci à disparaître ou à rester inactives. Elles les vouent à une désespérance certaine qui les détourne de toute entreprise créatrice.

Cette critique théorique de la déflation est surtout mise en valeur par des économistes qui reprochent aux protagonistes de cette politique, de ne pas tenir compte du fait qu'à la crise économique se joignait une crise financière. Selon eux, la déflation économique, thèse si chère à l'économie libérale, avait jadis une valeur certaine parce qu'elle pouvait se produire et parce que, la crise financière n'existant pas, la déflation pouvait se dénouer automatiquement au moyen des disponibilités financières dont elle provoquait la constitution. Avec les difficultés financières, la théorie libérale devient sans valeur, car la déflation peut alors être indéfinie. Les capitaux ne s'accumulent plus dans les banques, le taux d'intérêt ne baisse pas. Il y a donc opposition entre la politique de déflation et les circonstances du moment.

D'ailleurs, ajoutent certains économistes, la déflation qui paraît

favorable pour l'économie sous cette réserve qu'il n'existe pas de crise financière, provoque presque toujours celle-ci et, de ce fait, sauf en des cas exceptionnels, ne peut être considérée comme de bonne politique. L'accroissement des charges financières, le recours constant à l'emprunt, élèvent le loyer de l'argent et amènent nécessairement une crise du crédit. Le maintien de taux d'intérêts élevés empêche la reprise. De la déflation même, naît un problème de dettes qu'elle ne peut résoudre, puisqu'elle le crée, et qui doit se terminer par un remboursement ou une faillite.

Bref, l'équilibre économique ne peut être ramené par la déflation car c'est la déflation elle-même qui le rompt inévitablement. Telle est du moins la conclusion de la plupart des économistes belges à la fin de 1934. « Dans la crise actuelle, écrit M. De Man, « dans *Le Peuple* (1), la formule de l'assainissement par la déflation, n'est pas plus heureuse que la formule de l'équilibre par la déflation. Ce ne sont pas les entreprises saines qui éliminent les « malsaines ; ce sont toutes les entreprises vouées au commerce « qui se trouvent asphyxiées par la petite minorité de celles qui « bénéficient du monopole de la puissance bancaire. Ces dernières « subissent d'ailleurs elles-mêmes le choc en retour qui provient de « la réduction du volume des affaires, dont elles ne parviennent « pas à compenser les effets par le taux excessif du loyer de l'argent. Pour sortir de la crise, il faut rompre ce cercle vicieux. « Cela n'est possible que si l'on poursuit la compression des charges financières, fiscales, hypothécaires, qui pèsent sur la production et les échanges, dans le cadre d'une politique de reprise « générale, compensant l'effet de cette réduction par l'accroissement du volume de l'emploi et des affaires. Il s'agit de diriger « le crédit vers la reprise du travail, il faut non point perfectionner la déflation économique, mais l'arrêter en mettant fin « au mouvement des baisses ».

M. De Man n'est pas seul à n'avoir plus confiance en la valeur d'une politique de déflation. Le pays n'y croit plus. Les sacrifices qui lui sont demandés, trop importants pour leurs résultats, ne lui paraissent plus nécessaires. Leur inutilité l'inquiète. Chaque fois qu'un discours officiel louange la baisse des prix, chaque fois les cours de la Bourse fléchissent. Au regard de l'opinion, la déflation

(1) *Journal Socialiste*, n° du 4 juillet 1934.

prend graduellement l'aspect d'une question d'ordre sentimental, à laquelle des hommes éminents restent attachés par tradition et par devoir, mais qui ne résiste pas à la critique économique et scientifique. Elle apparaît peu à peu comme ces divinités de Renan, envers lesquelles le peuple se sent quitte pour les avoir soigneusement roulées « dans le linceul de pourpre où dorment les dieux morts ». En décembre 1934, ses partisans se comptent. Seuls les libéraux, plus peut-être par politique que par conviction économique, lui restent attachés. Les catholiques, surtout les démocrates chrétiens, et les socialistes s'en éloignent chaque jour davantage. Mais chaque groupe propose une solution particulière aux difficultés du moment, le plus souvent, sans souci de logique ni de science économique et seulement, semble-t-il, pour se distinguer en fonction d'affinités électorales.

Ce fut une erreur certaine de la politique belge que de se mêler alors d'économie. Elle considéra un problème national comme une question de parti ; elle ne s'aperçut pas que la déflation comme la dévaluation, bien qu'elles s'y résolvent, ne se posent pas sur le terrain politique et, qu'aucun parti ne peut prétendre s'annexer la vérité. En étant à l'origine d'un ensemble de demi-mesures hésitantes, dans lequel chacun trouvait son compte et le Pays, sa ruine, elle fut responsable, dans une large mesure, de l'accroissement des difficultés. Elle retarda les solutions définitives jusqu'au moment où l'opinion publique, par la force de sa conviction, imposa aux Pouvoirs Dirigeants, après l'avoir d'abord combattue, une nouvelle solution dont elle sentait la valeur et appréciait la nouveauté.

SECTION II. — PROGRES DE L'IDEE DE DEVALUATION

1° LES MILIEUX DÉVALUATIONNISTES.

Au début de la crise, sauf un petit cercle qui n'osait pas même exprimer ses sentiments, personne ne croyait en la dévaluation comme moyen de remédier aux difficultés. A la fin de 1933 et au début de 1934, on note quelques signes précurseurs du revirement de l'opinion. Pendant toute l'année 1934, l'idée de la dévaluation « rasant la terre » gagna du terrain. Des articles de presse parurent, des conférences furent données. L'idée faisait son chemin « piano, pianissimo », mais ses défenseurs les plus convaincus n'osaient pas encore l'exprimer ouvertement. Ce ne fut qu'en

novembre 1934 qu'elle commença vraiment à se manifester pour s'imposer à la fin de l'année.

En un an, le domaine parcouru fut considérable. Dépasant les Universités et les publications spécialisées, l'idée fit réfléchir les hommes politiques ; la grande presse s'en empara ; des livres de vulgarisation la répandirent. Après en avoir parlé avec une certaine pudeur, on en discuta sur la place publique. Les efforts de l'Ecole de Louvain aussi bien que les séances mémorables de la Chambre de Commerce d'Anvers lui gagnèrent une multitude d'adhésions. Les livres de M. Ludovic Cloquette, sur « Le rattachement du franc belge à la livre sterling » et de M. Vanden Kerkhove sur « La dévaluation », attirèrent l'attention du grand public qui, lassé par une attente indéfinie et des mesures strictement négatives, se voyait enfin donner une raison d'espérer. La nouveauté de la Politique proposée séduisit, malgré de fortes résistances partielles (1) les jeunes et les hommes d'affaires. A l'exception des libéraux, dont le théoricien le plus représentatif était M. De Leener (2), tous les partis, ou au moins, une forte proportion de tous les partis, admirèrent la possibilité et même parfois l'utilité d'une dévaluation. S'opposant aux anciens du Parti Catholique, les démocrates-chrétiens se révélaient parmi les plus zélés promoteurs de l'opération. Les socialistes même, bien qu'en principe adversaires d'une réduction de l'étalon monétaire, acceptaient cette expérience. M. De Man, dans une interview publiée à Stockholm dans le *Sozial Demokraten*, se déclarait partisan de la dépréciation du franc au niveau de la livre sterling et était favorable à une dévaluation « à la mode suédoise ». D'autre part, quoique le Conseil Général du Parti Ouvrier ait voté une résolution énonçant sa fidélité à la valeur du franc, l'un de ses porte-paroles, M. Buset, déclarait à la Chambre : « Mon parti veut avant tout la réalisation du Plan (3), avec ou sans dévaluation ». L'indication était nette.

Aussi bien, la particularité essentielle de la progression de l'idée de dévaluation semble avoir été le fait que, quoi qu'on en

(1) Ces résistances se manifestaient surtout au Comité Central Industriel, où, dans une réunion du 3 mars 1935, la dévaluation fut encore flétrie d'être une opération malhonnête et inopérante.

(2) Il convient d'ailleurs de remarquer que M. De Leener, au Conseil National du Parti Libéral, du 9 avril 1935, soit deux jours après la dévaluation, faisait crédit à l'opération effectuée et ne manifestait pas les craintes que certains se plaisaient à émettre.

(3) Ce Plan était connu sous le nom de Plan De Man ou Plan du Travail.

ait dit, il n'y eut pas à proprement parler de campagne en sa faveur. Il y eut peu de précurseurs. Aucun parti ou aucun groupe d'intérêts n'en fut particulièrement responsable, si d'aucune l'utilisèrent par la suite. L'idée paraît s'être imposée d'elle-même par le développement général de courants d'opinion favorables. Il semble que ce soit davantage les choses ou, si l'on préfère, les circonstances que les hommes, qui en aient été la cause. La dévaluation se présenta moins comme la théorie d'un parti ou d'un clan que comme le reflet d'une opinion concrète, fondée sur l'échec progressif de la déflation. L'ampleur avec laquelle l'idée se manifesta au début de 1935 est d'ailleurs caractéristique.

A la Chambre, la première plaidoirie en sa faveur fut prononcée le 12 février 1935 par MM. Hubin et Jennissen, auxquels se joignirent deux ou trois autres députés. Dès lors, chaque semaine fait augmenter la violence de l'opposition et le nombre des dévaluateurs avoués. Les journaux financiers les plus en vue, consacrent leurs éditoriaux à affirmer la supériorité des monnaies rattachées à la livre sterling. Sous forme de brochures, dans des articles publiés dans les Tribunes Libres des grands quotidiens, on exalte les expériences des pays dévaluateurs. L'influence de l'Ecole Anglaise fut prépondérante. Connaissant fort bien la langue anglaise, complétant généralement leurs études par un séjour dans le Royaume Uni ou aux Etats-Unis, les économistes belges, en particulier ceux de la jeune Ecole de Louvain, étaient imprégnés de l'esprit des maîtres anglo-saxons. Le Professeur Warren, M. John Maynard Keynes et M. Layton, le directeur de l'*Economist*, leur servaient de guides et inspiraient leurs doctrines. On discuta cependant moins la thèse que les résultats pratiques de l'opération monétaire. La Belgique n'est pas un pays de théoriciens, mais un pays de gens concrets, qui s'attachent surtout aux faits. L'exemple de la Tchécoslovaquie, dont on compara le coût de vie, avant et après la dévaluation ; l'exemple de l'Angleterre, eurent un effet que l'on peut, sans exagération, qualifier de décisif.

L'article que M. Albert Janssens publia en août 1934 dans le Bulletin de l'Institut des Sciences Economiques de Louvain — article dans lequel l'auteur confrontait certaines statistiques Anglaises et Belges à la fin de 1931 et de 1934 — eut des répercussions considérables. M. Janssens établit le tableau suivant :

Variation des indices de 1931 à 1934

<i>Statistiques</i>	<i>Grande-Bretagne</i>	<i>Belgique</i>
Actions industrielles	+ 25%	— 44%
Actions bancaires	+ 17%	— 44%
Chômage	— 7%	+ 50%
Exportations	+ 5%	— 30%

De l'étude de ces différentes statistiques, l'auteur concluait que la différence des situations anglaise et belge était semblable à celle qui existe entre un convalescent qui guérit et un bien portant qui devient de plus en plus malade. Il notait l'essor de la Norvège et du Danemark, satellites de la livre sterling et souhaitait que la Belgique fasse de même. Ce qui importait, selon lui, c'était moins l'intangibilité de la monnaie que le relèvement et la stabilité des prix. Louant l'expérience américaine d'avoir su comprendre ce principe primordial, il constatait, d'ailleurs, que, peu à peu, les trois quarts du monde adoptaient la même politique.

De tels articles portaient, car ils atteignaient un public préparé à croire ses affaires mal gérées et ses intérêts mal défendus, enclin à espérer qu'un changement de régime muerait son indigence en prospérité et qui prenait, peut-être sans l'examiner, mais presque avec enthousiasme, toute solution nouvelle qu'on lui présentait.

A propos de ces discours, on (1) a parlé de conversions, de « chemins de Damas » où l'intérêt des personnes en cause aurait créé le mirage. A bien réfléchir, il semble que de façon générale il n'en ait pas été ainsi et que seule la conviction des faits l'ait emporté. Les reniements, pour autant qu'il y en ait eu, paraissent avoir été sincères. Une évolution due aux modifications de la situation, à la contagion de l'exemple ou même de la mode, n'exclut pas forcément la bonne foi. Il ne faut pas oublier d'ailleurs que, par fausse honte, par prudence ou par devoir, bien des auteurs, qui dès le début tenaient pour la dévaluation, n'osèrent que plus tard exprimer leur opinion profonde. Un revirement aussi général que celui auquel on assista en Belgique ne peut être expliqué, sauf de rares cas particuliers, par un opportunisme intéressé.

2° L'IDÉE DE DÉVALUATION.

Aussi bien, tandis que l'idée de dévaluation se propageait dans

(1) En particulier M. GUTT, *Pourquoi le Franc belge est tombé*.

tous les milieux et gagnait d'importantes adhésions, l'opération même fut, au cours de l'année 1934, considérée de façon toute différente. Elle apparut d'abord comme une solution parmi beaucoup d'autres, plus tard comme un moindre mal, à la fin comme le seul remède hors duquel il n'y avait point de salut. La progression se modela sur les faits. Pour en suivre les étapes, il semble que le mieux soit de considérer les propositions successives que M. Baudhuin reprit dans une série de conférences, de consultations et d'articles de presse. Avec une extrême habileté et une grande prudence, le professeur de Louvain, que sa position officielle empêchait d'être un initiateur, suivit de très près l'évolution de l'opinion publique, en clarifia et en résuma les tendances. Journaliste de talent, il fit périodiquement le point.

Consulté dès juin 1934 par le ministre des Finances d'alors, M. Sap, M. Baudhuin remit à ce dernier une note, remarquable dans sa simplicité, sur les conséquences probables d'une dévaluation éventuelle. Trop longue pour trouver sa place ici, cette note, donnée *in extenso* dans les annexes, marque très nettement l'opinion des personnes désintéressées qui n'osaient pas encore se prononcer ouvertement, pour ne pas entraver l'œuvre de déflation poursuivie par le Gouvernement. M. Baudhuin ne cache pas qu'une dévaluation pourrait être encore évitée et le souhaite, mais il craint que la continuation de la politique de déflation du Gouvernement n'oblige, par ses défauts, à la réduction de l'étalon monétaire. La dévaluation lui paraissait probable mais non inéluctable et, dans ses conséquences, moins défavorable que d'aucuns le prétendaient.

Le 3 novembre 1934, à un congrès tenu à Binche, M. Baudhuin repoussait encore la dévaluation, mais en disant « qu'elle ne constituait pas le geste malhonnête et inutile que l'on dépeint parfois, qu'elle pourrait être un remède car elle reconstituerait la marge bénéficiaire des entreprises ». Il ajoutait toutefois « qu'elle ne permettrait pas d'éviter les compressions budgétaires ». La pensée est déjà plus explicite qu'en juin, bien qu'il ne s'agisse que de question de nuances.

Le 27 décembre 1934, appelé par M. Gutt, nouveau ministre des Finances, M. Baudhuin déclare alors la politique de déflation vouée à un échec certain et, estime la dévaluation indispensable. Dans une conférence donnée un mois plus tard à la Société des Ingénieurs et des Industriels, M. Baudhuin va encore plus loin. « La dévaluation, dit-il, a été représentée comme un épouvantail,

qu'en réalité elle n'est pas. Elle vaut mieux qu'une politique se réclamant de la déflation des prix sans la réaliser... Pareille politique ne peut aboutir qu'à éterniser la crise en Belgique ».

Ainsi la dévaluation est-elle déjà considérée comme une meilleure solution que la déflation imparfaite en voie de réalisation. « Entre deux maux, estime M. Baudhuin, il faut choisir ». La déflation comporte, selon le conférencier qui en instruit le procès, les mêmes inconvénients que la dévaluation ; celle-ci lui semble même présenter des avantages supérieurs. Elle permet une réadaptation équitable des situations. « Elle enlève au moins une partie des bénéfices réalisés sans cause par certains, lors de la déflation ».

Ce sont ces idées, encore plus nettement exprimées, que M. Baudhuin énonça dans une conférence tenue à Liège le 14 mars 1935, à la veille de la dévaluation. A ce moment, il déclara que la dévaluation devait être immédiate pour abrégier la durée d'une crise « intenable » et éviter de graves dangers. L'orateur indiqua les opérations techniques auxquelles devrait se livrer le Gouvernement : choix du jour, estimation de la dépréciation, rattachement éventuel à la livre sterling. Il adjura, dans une prosopée fort éloquente, le Parlement de se livrer enfin à « une politique positive et efficace ». La dévaluation n'était plus seulement une nécessité, elle devenait un bien. On accusa longuement M. Baudhuin d'avoir voulu, dans des circonstances délicates, se servir de sa grande autorité comme moyen de pression sur le Gouvernement et comme procédé de spéculation. Aucun reproche n'est plus injustifié. En réclamant une dépréciation de la monnaie, le professeur de Louvain ne se fit dans son discours que l'écho d'un sentiment général. Il traduisit l'assentiment d'une nation (1).

3° CONCEPTION DE LA DÉVALUATION PAR L'OPINION PUBLIQUE A LA FIN DE 1934.

Quelque divergentes que fussent dans le détail les idées des divers milieux sur la dévaluation, cette opération a été considé-

(1) L'opinion soutenue par le prof. BAUDHUIN, se trouve exprimée dans le numéro de l'Association des Licenciés Commerciaux de Liège, écrit : « La déflation est impossible. C'est un cercle vicieux, ou si l'on préfère, le tonneau des Danaïdes... La baisse des prix entraîne la baisse des revenus... d'où nouveau déséquilibre, d'où nouvelle nécessité de déflation... et ainsi de suite ».

rée dans son ensemble de la même façon par toute l'opinion belge. Il y eut, peut-être parce que ses premiers protagonistes appartenaient à la même école, une doctrine commune, dont les traits principaux sont faciles à décrire.

1° La question de la dévaluation ne fut pas placée sur le plan politique, mais sur le plan technique. Des membres de tous les partis se firent les défenseurs de l'opération. Les plaidoyers en sa faveur ne prirent, sauf dans les derniers jours, aucun caractère acerbe ni spécifiquement politique. Combattue d'abord par ignorance, elle s'est imposée peu à peu comme une œuvre scientifique, qui devait être effectuée par un spécialiste.

2° La dévaluation fut considérée pratiquement et non théoriquement. On ne chercha pas d'idées compliquées ni de doctrines plus ou moins obscures. La déflation avait échoué, il fallait trouver un autre remède. Pour adapter les prix belges aux prix mondiaux, il parut vain de discourir sur l'or et les avantages d'un régime traditionnel. Les prix mondiaux étant cotés en livres sterling, il sembla nécessaire que les prix belges s'adaptassent à cette cotation.

3° Jamais la dévaluation n'apparut comme une solution de facilité. Bien au contraire, ses plus ardents protagonistes, tels que MM. Baudhuin et Dupriez (1), insistèrent sur la nécessité d'accompagner la dépréciation de la monnaie d'une politique budgétaire encore plus rigoureuse. La dévaluation ne devait pas remplacer la déflation, mais, dans l'esprit de ses promoteurs, la continuer d'une nouvelle façon qui serait peut-être plus juste. Moyen de résoudre, par la comptabilisation des pertes, le problème de l'assainissement financier, et, par la réduction des prix de revient, celui des débouchés, on ne reconnut d'efficacité à l'opération que dans la mesure où la hausse des prix serait empêchée et où les entreprises ramèneraient leurs actifs à une valeur correspondante à la réalité.

4° La dévaluation fut envisagée comme un problème spécifiquement national. On ne crut pas à l'utilité d'attendre une dépréciation éventuelle des autres monnaies du bloc-or. Certes, on ne refusait pas de s'entendre avec les pays qui en faisaient partie, mais reprochant à ceux-ci, en particulier à la France, leurs soucis

(1) Professeurs à l'Université de Louvain.

plus politiques que scientifiques, on ne voulait pas être subordonné ou même associé à leurs décisions.

5° Sauf dans les quelques jours qui ont précédé la dévaluation, il n'y eut pas à proprement parler de panique. Le revirement psychologique en faveur de la dévaluation fut fondé sur une étude technique de la situation et non sur des considérations d'ordre sentimental, ou de personnes.

6° L'opinion était persuadée que pour avoir des chances de succès, la politique de dévaluation devrait être poursuivie dans certaines conditions.

Il semblait nécessaire qu'elle soit dirigée de manière précise et rigoureuse et qu'elle fût accompagnée d'une certaine propagande, qui permit de l'imposer à ceux qui restaient encore réticents ou qui auraient voulu y trouver un prétexte à des manœuvres susceptibles de la mettre en danger. On pensait en somme, que, bien que la dévaluation fût elle-même une politique et créât un climat, on devait néanmoins en soutenir le développement normal par une politique particulière et l'établissement d'une atmosphère favorable.

7° Enfin la dévaluation — et c'est peut-être là que se marque principalement la force de l'exemple anglais — fut considérée après l'échec de la politique de déflation, comme le seul remède à envisager. On ne parla sérieusement ni d'une politique de crédit et d'emprunts, ni d'une inflation plus ou moins déguisée. Ayant encore à la mémoire les difficultés d'après-guerre, l'opinion publique, dans une sagesse qui lui fait honneur, ne parut pas même vouloir discuter cette dernière opération dont la facilité ne lui cachait pas les graves dangers.

Tels furent, semble-t-il, les sentiments de la majeure partie du Pays sur la dévaluation. Evidemment, des différences parfois appréciables peuvent être relevées dans certaines thèses, qui, tout en admettant chacune le principe de l'opération, n'étaient parfois pas d'accord sur sa nature ni sur ses modalités. Mais beaucoup de ces théories peuvent être négligées parce que trop fantaisistes ou parce que soutenues par des partisans insuffisamment nombreux et peu connus. Les articles de presse inspirés par la spéculation ou la polémique n'étant pas non plus intéressants, seules les doctrines qui se plaçaient sur le terrain scientifique seront étudiées plus en détail. A dire vrai, il n'y eut que deux grandes thèses en présence, mais essentielles l'une et l'autre : la première soutenue

par l'Ecole de Louvain, la seconde défendue par les socialistes, ou plus exactement par M. De Man.

4° LA THÉORIE DE LOUVAIN.

L'Ecole de Louvain représente le clan jeune d'un parti ancien et se fait généralement le défenseur des conceptions démocratiques néo-catholiques. Sa doctrine économique subit l'influence très nette des théories anglaise et américaine. Les professeurs de l'Institut des Sciences Economiques se rendent fréquemment dans les pays anglo-saxons où ils achèvent souvent leurs études.

Comment dès lors s'étonner de l'attrait qu'exercèrent sur eux les expériences dévaluatrices? La communauté de doctrine fut remarquable, bien que l'Institut ne prit pas lui-même parti dans le débat. Observant les phénomènes économiques de très près suivant les mêmes méthodes, les membres du corps professoral aussi bien que des collaborateurs moins directement attachés à l'Institut comme M. Eyskens et M. Roger, aboutirent aux mêmes conclusions. Si, par discipline civique, l'Institut s'abstint, dans son Bulletin, de donner à sa critique d'une déflation imparfaite une forme hostile au Gouvernement, des professeurs connus, tels que M. Baudhuin et M. L.-H. Dupriez exprimèrent avec réserve leur indignation de voir le pays mené à la catastrophe. Murmurée dans les antichambres ministérielles, discutée par les fonctionnaires, la doctrine fut propagée par des livres et de petites brochures. Elle trouva sa meilleure expression dans les articles que fit paraître, dans la « Gazette du Centre » du 5 juin et du 15 novembre 1934, du 20 février et du 5 mars 1935, M. Charles Roger, ainsi que dans les conférences que celui-ci donna à Oxford en 1935 et qu'il résuma dans un petit livre intitulé *The Experiment Belgium* (1). Ses caractéristiques paraissent être les suivantes (2) :

1° La déflation est « bête et méchante » ; elle procure à un petit nombre d'individus un enrichissement sans cause, aux dépens du reste de la nation. Plus la déflation se poursuit, plus elle est injuste. La baisse continue des prix oblige celui qui a con-

(1) *Economic Control. The Experiment of Belgium*, by Charles ROGER. Edité par The Catholic Social Guild. 1935.

(2) On ne s'étonnera pas de voir reprises ici, des idées déjà exprimées. Cette répétition est nécessaire pour définir aussi exactement que possible la doctrine de l'Ecole Louvaniste ; elle montre au surplus l'influence de celle-ci sur l'opinion de la nation.

tracté un engagement quelconque à un moment quelconque, à travailler davantage pour s'acquitter et à fournir des prestations supérieures. La déflation peut et doit se faire en période de prospérité, non en temps de crise (1).

2° La déflation est non seulement injuste, mais impossible parce qu'elle est indéfinie. Pour s'adapter aux prix mondiaux en effet, les prix belges ne doivent pas seulement s'harmoniser avec la baisse générale des cotations, mais aussi suivre les variations de la Livre. Les résultats, péniblement acquis, sont au fur et à mesure remis en cause.

3° La dévaluation est nécessaire. Les difficultés particulières de la Belgique sont en partie d'ordre monétaire et proviennent essentiellement de la dépréciation de la livre et du dollar. Le remède qu'on doit chercher à un mal monétaire est également d'ordre monétaire.

4° La dévaluation provoque automatiquement la déflation. C'est là d'ailleurs toute sa justification et sa valeur. Elle constitue un remède complet alors que la déflation est insuffisante.

5° Il est inutile de regarder ce que font les pays étrangers et notamment la France ; le problème qui se pose est spécifiquement belge et doit être résolu selon des méthodes proprement belges. La Belgique ne peut comme d'autres nations se cantonner dans une politique d'autarcie ; les circonstances sont différentes, elle n'a pas à sa disposition, malgré le Congo, d'empire colonial assez vaste et assez diversifié (2).

6° Le but de la dévaluation — et c'est là sans doute la grande originalité de la doctrine de Louvain — est un but essentiellement économique. La grande idée de l'Ecole est que les prix déterminent la conjoncture. Trop élevés par rapport aux prix étrangers et ne permettant cependant pas aux entreprises de réaliser des bénéfices par suite de leurs déséquilibres internes, les prix belges doivent être abaissés en même temps que le rapport des prix de gros et des prix de détail doit être amélioré. La dévaluation peut obtenir ces deux résultats si les Pouvoirs Publics, par une politique adéquate, savent s'opposer à l'élévation des prix de détail et des salaires. Elle abaisse automatiquement le montant exprimé en or

(1) *Bulletin de l'Institut des Sciences Economiques de Louvain*, mai 1935.

(2) Le « Particularisme Belge » de l'Ecole de Louvain est à souligner, bien qu'à propos de la dévaluation il fut prôné par la plupart des économistes. Il correspond à l'idée très louvaniste, d'une grande économie flamande indépendante.

des prix. Elle provoque une légère hausse des prix internes de gros, qui détermine une reprise des affaires. La réussite de l'expérience dépendra de l'énergie du Gouvernement, mais, en soi, la dévaluation apporte une solution aux difficultés économiques. C'est du moins la thèse que soutient M. Ch. Roger, qui reprend d'ailleurs, pensée par pensée, un article paru dans le journal hollandais « De Economist », en novembre 1933. La dévaluation ne permettra peut-être pas de trouver sur les marchés étrangers de nouveaux débouchés, mais elle facilitera la reconstitution de la marge bénéficiaire des entreprises exportatrices et, par là, entraînera pour un pays comme la Belgique, une reprise générale de l'activité industrielle. Indirectement, le marché intérieur, déjà stimulé pendant la période qui suit immédiatement la dévaluation, en profitera dans une large mesure.

7° Pour que la dévaluation puisse produire ses bons effets économiques, il est indispensable que le taux en soit bien choisi. Un taux trop élevé produit une hausse des prix, un nouveau déséquilibre, de nouvelles injustices ; le résultat économique de la dépréciation monétaire est inexistant, sinon désastreux. Un taux trop faible rend la déflation toujours nécessaire. Une dévaluation inutile ne sert qu'à jeter dans les esprits une inquiétude et une incertitude défavorables à la reprise économique.

L'Ecole de Louvain fixait d'après les statistiques de l'Institut des Sciences Economiques, en s'appuyant sur les données du rapport de Sir Henry Strakosch : *The Road to Recovery* et sur un article de « The Economist » du 5 janvier 1935, ce taux entre vingt-cinq et trente pour cent.

8° L'Ecole de Louvain prend soin de faire nettement la différence entre la dévaluation et l'inflation. Louangeant l'une, elle condamne l'autre. Pour elle, l'inflation produit inévitablement une hausse des prix ; la dépréciation intérieure de la monnaie lèse sans profit les créanciers et les titulaires de revenus fixes. La dévaluation au contraire, dans la mesure où les prix de détail n'augmentent pas, permet, tout en modifiant la situation économique, de respecter les droits acquis ; elle empêche certaines classes de se procurer sans cause une richesse que la déflation accroît.

L'inflation intérieure, du genre allemand ou italien, était parfois, en principe, assez favorablement considérée. En pratique, l'Ecole la condamne pour la Belgique, comme ayant pour support une politique d'autarcie que le Royaume ne pouvait suivre.

Les Economistes de Louvain répondirent d'ailleurs aux objections couramment répandues à l'encontre de la dévaluation. Exprimant avec plus de clarté peut-être des arguments maintes fois mis en avant, leur thèse ne présentait guère d'originalité. Ils insistaient toutefois sur le fait que dans l'hypothèse d'une dévaluation « de Louvain », la hausse des prix ne serait pas importante et que par conséquent, la situation des créanciers et des rentiers resterait bonne ; que même, elle s'améliorerait puisque les débiteurs pourraient enfin s'acquitter de leurs dettes.

9° Les Economistes de Louvain répudient toute tentative de monnaie dirigée ; ils paraissent en général rester fidèles comme M. Roger et M. van Zeeland, directeur de l'Institut des Sciences Economiques, à la conception de l'étalon-or. Toutefois d'autres membres du corps professoral, notamment M. Baudhuin, préférèrent le rattachement pur et simple à la livre sterling, tel que la Suède et la Norvège l'avaient pratiqué.

Ce schisme d'importance qu'explique en partie l'influence anglaise sur les théories belges, montre la souplesse trop contestée parfois de la doctrine et l'indépendance de ses auteurs. Visant ses modalités, il n'atteint pas cependant le principe de l'opération.

10° La dévaluation n'est pas une fin, c'est un moyen. Employée seule, elle deviendrait bien vite inutile. Elle doit servir à créer une opinion et des moyens techniques qui permettront d'entreprendre une grande expérience économique qui pourra réaliser « les réformes de structure » indispensables à un « vieux pays » comme la Belgique.

11° La dévaluation remet au Gouvernement, grâce à la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque Nationale, un Trésor, qui, prudemment utilisé, lui facilitera le financement de l'expérience. Il est à noter toutefois — et ceci semble, avec l'insistance sur la portée économique de la dévaluation, être la caractéristique des doctrines louvanistes — que le point de vue financier de l'opération monétaire est considéré comme un côté accessoire de la question. M. Roger, de même que tous les Louvanistes, n'insiste pas beaucoup sur la réévaluation de l'encaisse ; il appuie davantage sur les effets de la réduction de la monnaie sur le crédit. « La « déflation a entraîné normalement la thésaurisation, écrit-il en « substance, car le pouvoir d'achat des signes monétaires mis de « côté, augmente au fur et à mesure qu'elle se poursuit. Cette « thésaurisation ne peut être palliée par décrets, ainsi que le dé-

« montre l'expérience belge de l'année 1934. La mise par l'Etat
 « de crédit à la disposition des particuliers, la réduction des
 « intérêts hypothécaires, se heurte à l'opposition naturelle des
 « intéressés. La déflation économique implique nécessairement la
 « hausse du taux de l'intérêt, quand une abondance particulière
 « de disponibilités monétaires ne l'entrave pas... La dévaluation
 « au contraire, permet aux entreprises, par la reconstitution de
 « la marge bénéficiaire, de trouver des liquidités nouvelles, dans
 « le temps où elle provoque la déthésaurisation, en facilitant l'in-
 « vestissement dans les entreprises, de capitaux qui n'ont plus à
 « attendre de baisse et qui sont sûrs de placements rémunéra-
 « teurs. » Pour les Louvanistes, la dévaluation n'a au point de vue
 financier que des effets directs restreints ; ses conséquences indi-
 directes leur paraissent plus importantes. Elle permet la conver-
 sion de tous les emprunts publics ou privés, les rentiers n'étant
 d'ailleurs pas lésés, car ils trouvent à la baisse d'intérêt une com-
 pensation équitable dans l'augmentation du capital.

Telles sont pour l'Ecole de Louvain, les principales caractéris-
 tiques de la dévaluation qui, à travers sa doctrine, apparaît en
 définitive, comme une « correction d'ordre monétaire à un mal
 strictement monétaire ».

La thèse socialiste, bien que présentant de nombreux points
 communs, est assez différente.

5° LA THÈSE SOCIALISTE.

Sans doute, les socialistes répudiaient-ils la déflation, à laquelle
 ils reprochaient de favoriser la thésaurisation, de provoquer la
 baisse de toutes les valeurs (notamment des titres de bourse !) et
 que l'un d'eux qualifiait de « crise d'amaigrissement pour des gens
 déjà trop amaigris par la crise » ; sans doute leurs critiques
 n'étaient-elles pas seulement négatives et laissaient-ils percer
 leurs sympathies en faveur de la dévaluation, mais l'hommage
 qu'ils lui rendaient était le plus souvent implicite. Le Conseil
 Général du Parti Socialiste hésitait à assumer les responsabilités
 d'une opération tout d'abord impopulaire et dont il n'apercevait
 pas bien la nature exacte et la portée. Il préférait s'abstenir de
 l'effectuer ou même d'en parler, tout en la rendant inévitable.

M. De Man et ses partisans (1) sont les seuls à avoir vraiment pris position. C'est dans leurs écrits et surtout dans les chroniques hebdomadaires, puis quotidiennes, que M. De Man publia dans « Le Peuple » qu'il convient de rechercher la meilleure expression de l'idée socialiste de la dévaluation.

1° Si la déflation est critiquée comme dans la doctrine louvaniste, la dévaluation n'est pas aussi vantée. La dépréciation de la monnaie ne constitue pas pour les socialistes, le seul remède ni le remède en soi, ce n'est qu'un moyen. Ils ne critiquent pas l'inflation avec la même rigueur que l'Ecole de Louvain. Pour eux, l'inflation est bonne ou mauvaise suivant l'usage qu'on en fait. Les socialistes ont soin de marquer une nette différence entre les crédits bancaires, qui servent le plus généralement à alimenter la circulation, et les crédits pour le Plan du Travail, qui contribueraient à augmenter le pouvoir d'achat du pays « par l'accroissement symétrique de l'économie du Royaume ». Les mots n'ont pas d'importance pour eux, il n'y a ni inflation ni déflation, seul le Plan existe. La dévaluation leur parut un moyen de le réaliser.

2° Les socialistes insistent plus sur le côté financier que sur le côté économique de l'opération monétaire. La question des prix leur paraît relativement de peu d'importance ; la science économique cède le pas aux considérations sociales. Les avantages principaux de la dévaluation ne leur semblent pas la reprise de l'activité industrielle ni l'amélioration de la situation des entreprises, mais l'arrêt de la baisse des salaires, les facilités données pour le règlement des dettes, notamment des dettes agricoles, la mise à la disposition du Gouvernement d'une masse importante de capitaux. Les socialistes ont beaucoup insisté sur le bénéfice tiré de la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque Nationale. Ils attendaient de cette réévaluation, dont ils espéraient un profit de 3.500 millions, la possibilité de créer des organismes bancaires d'Etat et de financer un grand programme de travaux publics.

La thèse socialiste était moins originale que la thèse catholique. Cependant, par des considérations et des raisonnements différents, elle aboutissait aux mêmes conclusions : pas de déflation (la crise est elle-même une déflation, accroître la déflation c'est accroître la crise), une dévaluation est préférable.

(1) Il conviendrait de citer également M. Georges HUBIN, député de Huy.



Ainsi, peu à peu, le sentiment général portait à la dévaluation, sans que les autres solutions eussent été jamais sérieusement envisagées ou débattues. L'opinion publique l'imposait progressivement au Gouvernement qui n'osait pas encore prendre parti et justifiait scientifiquement ses hésitations.

La tenue de la Bourse, dans la mesure où elle reflète l'état d'une opinion publique, montre bien d'ailleurs au début de 1935 le progrès de l'idée de dévaluation. Le tableau suivant, qui ne tient pas compte de la spéculation des derniers jours, est à cet égard caractéristique :

<i>Banque Nationale (1000 frs)</i>	Mai 1934	Novembre 1934	Février 1934
Encaisse-or Banque Nationale	13.499.752	12.613.932	12.676.946
Avances sur fonds publics	240 243	474.079	995.873
Comptes courants particuliers	1.569.125	853.735	901.572
<i>Millions de francs</i>			
Excédent des dépôts sur les retraits à la Caisse d'Epargne	+ 24.149	— 18.634	— 22.258
Hypothèques	190	153	276
Taux hors banque en %	1,930	2,350	2,375
Titres à revenus fixes (indice)	118	117	116
Titres à revenus variables	30	28	30
Caisse de Liquidation de la Bourse (millions de francs).			
1) Comptant	300	391	370
2) Terme	46	56	52

La croyance en l'imminence d'une réduction de l'étalon monétaire apparaît dans le souci des individus de se créer des liquidités et de retirer, des organismes de crédit, les sommes qui pouvaient y être déposées. Elle se marque également dans une certaine tendance à contracter des dettes (1). La tension du taux d'intérêt, la baisse des titres à revenus fixes malgré leur dividende toujours appréciable, la hausse d'ailleurs relative des actions industrielles, bien que la situation des entreprises soit nettement défavorable et que beaucoup ne distribuent plus de dividendes, sont des éléments d'appréciation caractéristiques.

(1) A cet égard il serait précieux de connaître le montant des avances faites sur les polices par les Compagnies d'assurances. Mais cet indice est impossible à relever.

En reflétant l'évolution de l'opinion publique, la spéculation, les transposant dans le domaine pratique, en aggravait singulièrement les conséquences, au point que ce fut elle qui fut accusée plus tard d'avoir déclanché la panique et provoqué l'abandon inévitable de l'ancienne valeur du belga.

Les pages qui précèdent montrent cependant qu'il n'en fut rien et que, de la fin de 1934 au début de 1935, la dévaluation s'est imposée à tous, sinon comme un bien, du moins comme une inéluctabilité. En s'opposant efficacement à la politique incohérente des Pouvoirs dirigeants, l'opinion publique montrait d'ailleurs l'importance sans cesse grandissante qu'elle tend à prendre dans la vie économique des Nations modernes.

CHAPITRE III

La Dévaluation

SECTION I. — DERNIERS EFFORTS POUR MAINTENIR LA VALEUR DU FRANC

Le 13 novembre 1934, le second ministère de Broqueville démissionna, moins à cause d'ailleurs d'une opposition politique ardente que de dissensions intérieures au sein même du Gouvernement.

M. Jaspar, chargé de former le nouveau Cabinet, échoua. Le Gouvernement qu'il essaya de constituer avec le concours de M. Francqui et de M. Joassart, administrateur de la Fabrique Nationale d'armes de guerre, fut immédiatement baptisé par la presse « gouvernement des marchands de canons » et ne put se présenter devant les Chambres. Son insuccès renforça l'opposition. Aussi le Roi sollicita-t-il des personnalités étrangères au Parlement, dont la compétence en matière financière était connue de tous. M. Georges Theunis, ancien ministre des Finances, ancien Premier Ministre, fut appelé. Celui-ci constitua un cabinet d'hommes d'affaires plutôt que de politiciens ; il s'assura la collaboration de deux non-parlementaires, M. Francqui, gouverneur de la Société Générale, et M. Gutt. Le second se vit confier le ministère des Finances, où il eut à continuer l'œuvre de déflation commencée déjà par M. Jaspar et surtout par M. Sap. Le premier devint ministre d'Etat sans portefeuille. Au contraire de M. Gutt, M. Francqui n'était d'ailleurs pas l'ami de M. Theunis. Il n'existait entre eux aucun lien, ni cette « tendresse perdue » dont parlent les Anglais. Leur franche collaboration, cependant, ne se démentit jamais et, jugée nécessaire par M. Theunis, elle fit honneur aux deux hommes.

1° LE MINISTÈRE THEUNIS.

Le Cabinet Theunis, dans son ensemble, porte l'empreinte de son chef. Par souci d'intégrité morale, par tradition et peut-être aussi par éducation plus que par compréhension politique, M. Theunis, dont ses nombreux adversaires sont unanimes à admirer le caractère, était, selon sa propre expression, résolu à livrer « jusqu'au bout la bataille du franc ». Bien qu'elle eût été abandonnée par son prédécesseur, bien qu'elle fût contredite par les faits et délaissée par l'opinion, M. Theunis crut encore au succès de la déflation. Il essaya de l'appliquer de son mieux, sans s'apercevoir qu'il était déjà trop tard et que le moment favorable était passé sans retour.

Au début, bénéficiant de la haute réputation intellectuelle et morale de M. Theunis, la situation s'améliora (hausse de la rente, arrêt du retrait des dépôts). Le Gouvernement en profita pour édicter des mesures sévères destinées à contrôler les prix, à réprimer les attaques portées au crédit de l'Etat. D'autorité, il réduisit le taux d'escompte de la Banque Nationale et fixa le taux maximum des intérêts des créances hypothécaires. Jouissant des pleins pouvoirs comme son prédécesseur, le Ministère Theunis légiféra dans de nombreux domaines. Il chercha, dans un souci de déflation, à perfectionner la distribution du petit crédit et à assurer une protection plus grande de l'épargne. Nombre d'institutions qu'il créa, notamment l'Office Central de la Petite Epargne, subsistent encore et rendent de nombreux services à l'économie belge.

Le Gouvernement connaissait d'ailleurs la gravité de la situation. M. Gutt, le 13 février, au Sénat, la dénonçait en déclarant qu'une « question de vie ou de mort allait se décider pour le pays », que « le pays tout entier était consciemment ou non engagé dans la bataille du franc ». Les discours des ministres ne révélaient aucun optimisme de commande; ils étaient véridiques, mais ils n'étaient précis que pour ceux seulement qui voulaient les comprendre. Craignant de précipiter la catastrophe qu'il voulait éviter, le Gouvernement n'estimait pas devoir révéler au pays, dans leur entier du moins, les difficultés auxquelles il avait à faire face. S'il convient de le louer d'avoir pensé que l'intérêt supérieur du pays passait les limites de ses déclarations, il peut sembler cependant qu'il n'aurait pas affaibli davantage le crédit

public, qu'il n'aurait pas laissé lors de son retrait une situation plus inextricable, s'il avait montré plus d'audace.

Le Ministère Theunis agissait parfois en contradiction avec ses propositions. « Pensant social », il ne se trouvait pas dans les conditions voulues pour poursuivre la politique de déflation. Se souciant du côté humain des choses, il hésitait à prendre des mesures trop rigoureuses. C'est ainsi qu'il assura par des subventions aux charbonnages le maintien des salaires des mineurs; qu'il consentit, sous la pression égale des socialistes et des démocrates-chrétiens, à accepter le principe d'un minima des salaires et qu'il prit la décision inattendue de fixer un plancher aux baisses des traitements, en stipulant expressément qu'un fléchissement de l'index au-dessous de 630 ne donnerait plus lieu à une réduction des rémunérations. C'est ainsi également qu'il adopta, pour les fonctionnaires, un barème extraordinaire qui devait, si l'index remontait au niveau de 1929, assurer à ceux-ci des traitements supérieurs de 15 % à ceux qu'ils recevaient avant la crise, et qu'il promit une élévation générale des rémunérations dans le cas où, la situation venant à s'améliorer, une hausse des prix se produirait.

Cette abondante législation cachait peut-être l'impuissance du Gouvernement à agir efficacement. La déflation approchait de la limite de ce qu'il était possible d'en attendre en régime parlementaire à tendance socialiste. Les décrets, proposés en vue de réaliser la politique de déflation, n'étaient pas très originaux et ne faisaient que reprendre certaines dispositions que des gouvernements précédents avaient déjà essayé d'appliquer sans succès. Ils étaient insuffisants devant la progression des événements et l'accroissement des difficultés. Il est permis de se demander si, en agissant de la sorte, le Gouvernement Theunis n'a pas fait montre d'une passivité incompréhensible et si, pour éviter par humanisme des mesures trop rigoureuses, il n'a pas commis des erreurs et des fautes plus préjudiciables que des injustices.

La méprise du Premier Ministre fut, sans doute, d'avoir accepté de jouer une partie perdue d'avance et d'avoir essayé d'imposer au pays la continuation d'un régime de déflation hésitant et inégal que le Royaume était hors d'état de supporter. M. Theunis devait agir vite. Si les signes positifs d'un relèvement économique n'apparaissaient pas dans les trois mois, il pouvait estimer, étant donné les circonstances, avoir perdu la partie. L'aggravation du

mal rendant tout traitement impossible et nécessitant une intervention chirurgicale, la dévaluation devenait inévitable.

Or, les difficultés auxquelles se heurtait le Ministère Theunis ne faisaient que s'accroître, leur développement naturel étant accéléré par les tergiversations et les scrupules du Gouvernement.

Le chômage ne cessait de progresser. En décembre 1934, le Royaume comptait 18.000 chômeurs complets de plus qu'un an auparavant. En janvier 1935, 17.000; en février, 25.000; en mars, 24.000. Un tiers de la main-d'œuvre industrielle belge ne parvenait plus à trouver de travail. La situation de ceux qui ne bénéficiaient pas d'allocations de chômage : ouvriers industriels non assurés, ouvriers agricoles non assurables, membres de la petite bourgeoisie, devenait de plus en plus misérable. La production déclinait. Le nombre de wagons fournis au cours du mois de février 1935 à l'industrie par la Société Nationale des Chemins de fer belges, se chiffra à 306.866 contre 328.319 en janvier et 323.975 en février 1934. La production d'énergie électrique fléchit de 372 millions de kw. en janvier à 334 millions de kw. en février 1935. Par ailleurs, la consommation se réduisait ainsi que le montre le tableau ci-dessous :

*Indices des chiffres d'affaires des Grands Magasins
et des magasins à succursales (1927=100)*

	Vêtements		Ameublement		Articles ménage		Alimentation	
	1933	1934	1933	1934	1933	1934	1933	1934
Octobre	95	88	116	94	96	90	111	108
Novembre	72	68	85	76	129	105	117	112
Décembre	86	74	130	99	148	144	132	121
	1934		1935		1934		1935	
	1934	1935	1934	1935	1934	1935	1934	1935
Janvier	65	55	90	82	89	85	110	107
Février	64	54	84	80	103	84	98	98
Mars	95	(89) ^o	110	(103) ^o	100	(130) ^o	115	(115) ^o

Les recettes fiscales traduisaient la même régression. Le revenu des droits de douane et d'accises diminuait du premier trimestre de 1934 au premier trimestre de 1935 de 25 %, et du mois de

(^o) Les indices du mois de février, malgré le nombre réduit des jours d'activité, peuvent être pris en considération, parce que février 1935 fut le dernier mois d'application normale de la politique de déflation. Les indices de mars 1935 furent faussés par des mouvements économiques anormaux et spéculatifs.

décembre 1934 au mois de mars 1935 de 9 %. Le produit des taxes d'enregistrement fléchissait de 10 % pendant le premier trimestre de 1935, fléchissement d'autant plus significatif que ces taxes comprennent la taxe de transmission qui suit de très près le mouvement des affaires. Bref, la dépression s'aggravait de jour en jour.

La situation des banques était encore plus précaire que celle de l'industrie. En dépit des deux milliards mis à leur disposition au mois d'août 1934 sous forme d'obligations garanties par l'Etat et réescomptables à l'Institut d'Emission, les banques faisaient difficilement face à leurs engagements. Le marché de l'argent et des capitaux ne cessait de se contracter. La mobilisation des créances gelées ne réussissait qu'à neutraliser les nouvelles sorties de capitaux, de sorte que les banques ne pouvaient reprendre leurs fonctions de distributrices de crédit. Le taux d'intérêt, loin de diminuer, s'élevait. En novembre, la crise ministérielle et l'inquiétude qu'elle provoqua, produisit un mouvement très important de retrait des dépôts et compliqua la situation. En décembre, le moratoire des Caisses d'Epargne socialistes et de la Caisse Centrale de Crédit du Boerenbond (1) acheva de semer la méfiance dans le public. Un député libéral accusa le Gouvernement « d'être constitué sous le signe de deux faillites : celle du Boerenbond et celle de la Banque du Travail ». L'expression eut un grand retentissement. Les retraits de la Caisse d'Epargne augmentèrent. Cette fois-ci, « ce n'était plus, ainsi que le constata M. Gutt (2), les criailleries sporadiques, les petites querelles politiques : le discrédit était jeté sur tout le système ». Les mesures les plus désespérées restèrent sans effet. Les secours donnés à la Banque Catholique et à la Banque Socialiste, l'appoint (3) fourni aux banques et à l'industrie par une distribution d'un milliard de crédit se

(1) Banque Agricole Catholique flamande (2 milliards de dépôts). Organisme technique ayant contribué remarquablement au développement de l'agriculture. Organisme puissant de pénétration politique et sociale. Comme tel, jaloué, craint et surveillé par ses adversaires et rivaux politiques.

(2) « Pourquoi le franc belge est-il tombé ? » Gutt., Bruxelles, 1936.

(3) Le 18 mars 1935, montrant par là l'incohérence de sa politique, le Gouvernement Theunis, par deux arrêtés nos 144 et 146, fit de la « reflation financière » et distribua 1.000 millions aux banques et à l'industrie. L'arrêté 144 autorisa, à concurrence de 500 millions, la Société Nationale de Crédit à l'Industrie à consentir des avances à des Sociétés industrielles et à escompter les effets émis en mobilisation de commandes et de stocks, de matières premières ou de produits fabriqués. L'arrêté 146 remit à l'A.N. I.C. 500 millions d'action de la S.N. des Chemins de fer belges, comme garantie destinée à assurer la bonne fin d'opérations de Crédit en faveur de l'industrie, de l'agriculture et du commerce.

révélèrent insuffisants. En fait, c'était tout l'édifice qui craquait. Certaines institutions étaient intrinsèquement en mauvaise situation, mais les bonnes elles-mêmes ne pouvaient résister à des retraits de dépôts si prolongés qu'ils devenaient permanents. Le 8 mars, dans un Conseil de Cabinet auquel il assistait, M. van Zeeland, alors gouverneur de la Banque Nationale, n'hésitait pas à peindre en mots circonspects et mesurés — en adjurant les ministres de garder le secret absolu sur ses déclarations qui, « connues, auraient risqué de porter un coup mortel au crédit » — la position « extrêmement difficile » des banques. M. Franck, directeur de la Banque Nationale, était du même avis et ne cachait pas l'impossibilité de tenter un effort auprès des banques pour qu'elles réduissent leurs taux d'intérêts. Les efforts d'ailleurs tardifs du Gouvernement (1) pour faciliter la révision et la résiliation des baux commerciaux, pour contrôler les prix de détail des denrées alimentaires, notamment de la viande de boucherie, pour fixer un taux légal d'intérêt et combattre l'usure, pour réduire à nouveau les intérêts des créances hypothécaires et privilégiées, étaient trop disproportionnés à l'objectif de la politique de déflation pour qu'ils puissent l'atteindre. La gangrène avait gagné, le temps des vaccins était révolu. Il fallait amputer.

D'ailleurs, le gouvernement Theunis avait à subir la répercussion d'une baisse nouvelle de la livre sterling ; cette baisse, nécessitant la poursuite d'une déflation plus sévère, rendait la tâche plus pénible et favorisait le développement des résistances du mouvement dévaluationniste. En huit jours, elle faisait perdre le bénéfice de la diminution de l'index pendant six mois. Sans doute, ainsi que le remarquait M. Gignoux dans l'« Etoile Belge » du 14 mars, la baisse de la livre eut-elle présenté les mêmes difficultés pour une politique de dévaluation que pour une politique de déflation, mais cette dernière étant alors la seule pratiquée, fut la seule attaquée.

Quand la livre cotait à Bruxelles aux environs de 125 francs, M. Janssens (2) pouvait prétendre que la réadaptation était en bonne voie grâce à la déflation entreprise par les industriels et par le Gouvernement. Mais lorsque durant l'année 1934 elle tomba successivement à 120, puis à 110, l'adaptation économique ne pouvait plus être suffisante pour vaincre la hausse de la monnaie.

(1) La plupart des arrêtés royaux ne furent publiés au *Moniteur* que le 18 mars.

(2) *Bulletin de l'Institut des Sciences Economiques de Louvain*.

Lorsque le cours de la devise anglaise fléchit à nouveau de 110 à 105, puis à 100, pendant le premier trimestre de 1935, le coup de grâce fut porté et fit perdre tout espoir dans la réussite de la « déflation ».

Troublée, indisciplinée, l'opinion grossit démesurément la gravité de l'événement, servant à la fois l'opposition politique et les partisans de la dévaluation. « La livre baisse encore, que ne sommes-nous rattachés à la livre, car les affaires vont certainement mieux en Angleterre », telle était la phrase que l'on entendait de tous côtés, chez les petits commerçants comme chez beaucoup d'industriels. En s'étendant aux milieux parlementaires, l'agitation força le Premier Ministre à s'expliquer devant les commissions des partis.

A la réunion de la droite, M. Theunis dut avouer que « si la livre tombait à 80 il irait devant le Parlement et lui exposerait la situation sans recourir à des pouvoirs spéciaux ». Ce disant, il reconnaissait implicitement que la baisse de la livre posait de façon plus aiguë la question de la dévaluation. Un interpellateur lui répliquait d'ailleurs aimablement : « Les mesures nécessaires, c'est un gouvernement national qui seul pourrait les prendre », montrant ainsi que les difficultés politiques n'étaient pas les moindres de celles auxquelles le Gouvernement avait à faire face.

Si l'origine de la crise économique remontait à beaucoup d'années et si les quelques mois d'existence du Gouvernement Theunis n'apparaissaient qu'à la fin comme le dernier paragraphe de l'ultime chapitre d'une longue histoire, les causes de la crise politique qui renversa le Cabinet et contribua à hâter la dévaluation du franc étaient plus récentes.

L'aide apportée aux organismes de crédit, et surtout au Boerenbond, fut mal comprise. Bien qu'il eut moins fait pour les banques que n'avait fait le Cabinet de Broqueville et que ne devait faire le Ministère van Zeeland, on reprocha au Gouvernement Theunis d'être « le gouvernement des banquiers ». La formule porta. Elle était inexacte : M. Francqui étant le seul banquier de profession, M. Theunis ne s'étant occupé de banque qu'occasionnellement et M. Gutt n'en ayant jamais fait. Mais elle était courte et faisait balle. Elle resta et, pendant quatre mois, servit de tremplin à toutes les attaques dirigées contre le Ministère.

Le Gouvernement, de tendance catholique et traditionaliste,

ne pouvait compter sur l'appui de la fraction des démocrates chrétiens dont les convictions religieuses auraient paru devoir lui faire escompter le concours. Talonnés par la surenchère socialiste, ceux-ci hésitaient et se refusaient à approuver des compressions impopulaires, alors que par ailleurs ils n'étaient pas certains de la réussite du Gouvernement et croyaient, au moins, pour la plupart, à la nécessité d'une réduction de l'étalon monétaire. La situation du Ministère était rendue encore plus délicate par suite de la discorde qui régnait même entre catholiques traditionalistes, plus, entre catholiques flamands. Un ancien ministre, jadis associé au Boerenbond, poursuivait d'une vindicte acharnée, par la parole et par la plume, les ministres du Cabinet Theunis, restés liés à la grande organisation flamande. Certains membres du parti gouvernemental, bien que d'accord sur les principes, reprochaient au Premier Ministre ses méthodes politiques. L'un s'en prenait à la politique fiscale, l'autre critiquait les nominations de fonctionnaires, quelques-uns faisaient état de certaines collusions politiques et financières. De telles pratiques ne pouvaient, en divisant son soutien, que diminuer la force du Cabinet Theunis combattu avec acharnement par les socialistes. Ceux-ci reprochaient au Gouvernement des banquiers de réduire les revenus des salariés et des pensionnés, sans toucher à ceux des rentiers. M. Gutt indique, d'ailleurs sans amertume, dans son ouvrage sur la chute du franc belge, cette phrase parue dans un grand journal de province et qui semble résumer l'opinion ouvrière de l'époque : « Le Gouvernement de M. de Broqueville avait fait grincer, celui de M. Theunis a fait rouler sur les ouvriers la machine à organiser la misère ». Rien n'était moins vrai.

Cependant, l'opposition profitait de tous les événements pour renforcer ses critiques. L'interdiction d'une manifestation socialiste monstre où devaient défilér, le 24 février, à Bruxelles, deux à trois cent mille mécontents, fut l'occasion de violentes diatribes. Considérée par les parlementaires socialistes aussi bien que par les ouvriers eux-mêmes comme un outrage et une atteinte à la liberté, cette décision déclencha une campagne acrimonieuse contre le Gouvernement. Les séances de la Chambre devinrent de plus en plus difficiles ; les interpellations, plus agressives. M. Vandervelde, le leader socialiste, sollicité d'entrer dans une nouvelle combinaison ministérielle, tout en assurant de son estime M. Theunis et de son amitié personnelle M. Francqui, déclara

qu'il lui était impossible de collaborer « personnellement » avec le Gouvernement, « son parti étant irréductiblement opposé à toute trêve ». Pour justifier l'opposition, il mit en avant (1) l'impossibilité de « remédier à la situation des débiteurs et d'élucider le problème des dettes publiques et privées qu'il chiffrait à 122 milliards, par une entente avec les pays du bloc-or ». L'argument était spécieux pour qui se prétendait adversaire de la dévaluation.

Quoi qu'il en soit, le malaise économique fut utilisé à des fins politiques et ce fut là, sans doute, une des principales causes, sinon des raisons, de l'échec de M. Theunis. Les demi-mesures ne contentèrent personne. Les uns lui reprochèrent sa trop grande rigueur, les autres, notamment certains industriels antidévaluateurs, sa faiblesse. Bon nombre de ceux-ci l'abandonnèrent pour avoir consenti, à la demande des démocrates chrétiens, à ne pas diminuer les traitements dans le cas où l'index fléchirait au-dessous d'un certain niveau. Ne pouvant compter, comme il l'avait espéré, ni sur les jeunes catholiques trop désireux de se débarrasser de leurs anciens, ni sur la neutralité socialiste, le Gouvernement, incertain de sa majorité, était à chaque instant dans une position critique.

Si un Gouvernement, avec une majorité même minime, même peu confiante, peut poursuivre un programme matériel déterminé et faire décider des grands travaux ou adopter des lois sociales et militaires, en matière de crédit il n'en est pas de même. Le crédit ne se vote pas. Une majorité parlementaire ne suffit pas si elle ne s'appuie sur un assentiment général; avec quelques voix on ne déclenche pas la confiance. Celle-ci doit se donner librement, fortement et massivement. Or, on représentait le Gouvernement, non plus même comme celui d'une classe, mais, ainsi que l'écrivait M. Vandervelde, comme « celui d'une clique ». Ce n'était plus l'hostilité politique, c'était la suspicion érigée en dogme contre trois banquiers « qui se livraient, rue de la Loi, à des besognes mystérieuses pour les banques, et rien que pour les banques ». A la longue, une telle imagerie s'imprimait dans l'esprit simpliste des masses, d'autant qu'une presse puissante la répandait à profusion en la reproduisant chaque jour sous une forme différente. Soupçonnant qu'ils étaient gouvernés par des « bankers », les épargnants, ceux-mêmes qui n'étaient pas atteints par

(1) Discours du 10 mars 1935.

la campagne dévaluationniste, allaient retirer leurs économies des banques et des caisses d'épargne, accroissant par le fait même les difficultés du Gouvernement. L'opposition parlementaire et la campagne de presse portaient d'autant plus qu'elles s'appuyaient sur une opinion nerveuse et mal disposée. Ainsi que le constatait M. Bovesse (1), dans un entretien qu'il eut avec M. Gutt, « l'opinion était si troublée qu'il devenait vraiment impossible de vivre dans cette atmosphère d'opposition violente ». La méfiance s'était généralisée à tel point que la valorisation des rentes et la conversion volontaire, avec comme conclusion l'allégement budgétaire, possibles dans le courant de 1934, devinrent chimériques. Les affaires s'arrêtaient. Le Cabinet Theunis, dont l'action était basée sur la confiance et pour lequel l'atmosphère importait tant, perdait peu à peu tous ses points d'appui. Sans oser encore vouloir la dévaluation à laquelle cependant elle était gagnée de plus en plus, l'opinion refusait de suivre un Gouvernement dont le programme négatif n'avait plus ses faveurs et dont on l'avait forcé à suspecter la bonne foi.

2° LES DERNIÈRES MESURES.

Le Premier Ministre se rendait bien compte de l'échec de sa politique. Cependant, toujours convaincu de la nécessité de maintenir le franc à sa parité par rapport à l'or, il cherchait encore à éviter la dévaluation en adoptant successivement la plupart des mesures que l'on prend en pareil cas. L'ensemble des moyens classiques auxquels il recourut présente d'ailleurs une certaine incohérence et alla bien souvent à l'encontre du but cherché.

a) *Emprunts à l'étranger.*

Dans l'impossibilité de le faire sur le marché intérieur, le Gouvernement chercha tout d'abord à *emprunter à l'étranger*.

La situation même de la Trésorerie, qui devait faire face au

(1) M. Bovesse était un des principaux chefs du Parti Libéral.

déficit du budget ordinaire et du budget extraordinaire (1), nécessitait de tels emprunts. Au surplus, des paiements extraordinaires devaient être effectués très prochainement. Trois cent millions de bons du Trésor, quatre cent vingt millions d'un emprunt français, arrivaient à échéance en février 1935.

Le Gouvernement n'ayant pas la faculté de demander de l'argent en Angleterre ou aux Etats-Unis, à cause de l'embargo sur les emprunts étrangers, emprunta d'une part en Hollande et en Suisse, d'autre part en France. Le gouverneur de la Banque Nationale, M. Franck, et le vice-gouverneur, M. van Zeeland, déconseillaient tous deux ces emprunts dont ils estimaient les conditions trop dures. Mais le ministre des Finances, sentant son impuissance et se souvenant de la crise de Trésorerie qui avait entraîné la dévaluation de 1926, ne suivit pas leur avis. Cent millions de florins (75 pour l'Etat, 25 pour le Congo) furent fournis par un consortium hollando-suisse, composé de la banque Mendelssohn et C°, de la Société de Banque Suisse et de la Nederlandsche Handel-Maatschappy. Cet emprunt très onéreux, conclu les 3 et 10 décembre 1934, remboursable au gré des prêteurs en florins ou en or, comportait des risques considérables en raison du danger de dévaluation qui existait à l'époque.

Plus tard, lorsque vint l'échéance de l'emprunt français, le Gouvernement dut placer un nouvel emprunt en France. En janvier, l'Etat Belge contracta un emprunt de 475 millions de francs français, représenté par des titres émis à 91 et portant 5 % d'intérêt. En mars, la Société Nationale des Chemins de fer belges lança à 97 un emprunt de 225 millions de francs français, portant intérêt à 5 %. Ces divers emprunts devaient suppléer à la déficience du placement, dans les banques, des bons du Trésor à court et à moyen terme et à la diminution des disponibilités du fonds des comptes de chèques postaux. Si l'or qu'ils faisaient entrer à la Banque Nationale ne paraissait pas techniquement nécessaire, ils permettaient du moins au Trésor de faire face à des engagements qui, s'ils n'avaient été tenus, auraient provoqué la faillite

(1)	(en millions)	1934	1935
Déficit budget ordinaire		299	860 (estimation)
Déficit budget extraordinaire		1.176	1.550
Déficit total		1.475	2.410

N. B. — Le déficit en 1935 du budget ordinaire est comptabilisé suivant les prévisions du premier trimestre. Celui du budget extraordinaire représente la totalité des dépenses prévues à ce titre.

de l'Etat et, par le fait même, la baisse de la monnaie. Gages d'une certaine aisance pour la Trésorerie, ils alimentèrent également d'argent frais le marché monétaire. Une certaine fraction des bons du Trésor en circulation fut remboursée, notamment les bons pris par la Caisse des Reports et par la Caisse d'Epargne.

Il a pu paraître regrettable à cet égard que la Caisse des Reports eût cru devoir affecter les remboursements qui lui furent faits, à l'achat de titres de l'emprunt Mendelssohn, mais c'est là une question de politique particulière plus que d'économie générale ; elle ne touche en rien aux principes de la nécessité de l'emprunt public et de la remise de nouvelles disponibilités à certains Offices de Crédit. Les remboursements anticipés de l'Etat à la Caisse des Reports permirent d'ailleurs au Trésor d'économiser 600.000 francs d'intérêts.

Il est à remarquer que le bénéfice de ces émissions était fort réduit, du fait que, libellées en devises étrangères ou en or, elles devaient alourdir les charges du Trésor dans l'éventualité probable d'une dévaluation. Au vrai, leur principal avantage fut, pendant un certain temps, de cacher la véritable situation des finances publiques, et de la monnaie du pays.

Au début de mars, les disponibilités procurées par les emprunts étaient déjà employées. Le problème des Finances publiques se posait derechef avec plus d'acuité et se compliquait, par la baisse de la Livre, d'une aggravation des difficultés économiques. La situation des Banques, privées de liquidités bien qu'ayant épuisé leur marge d'avance à la Banque Nationale, était réellement critique.

b) *Le voyage à Paris.*

Aussi, seconde tentative pour éviter la dévaluation : le Gouvernement Theunis se rendit-il à *Paris*.

Après une semaine d'épreuves où M. Francqui, jusqu'alors assez silencieux, ne cessa d'attirer l'attention du Conseil sur les dangers d'une déconfiture générale des organismes de Crédit, le 12 mars, les ministres belges prévinrent leurs collègues de France de leur visite prochaine, sollicitant avec insistance une entrevue immédiate. M. Flandin proposa qu'une réunion fût organisée à Paris le 18 mars. Les délégués belges — le Premier Ministre et trois de

ses collègues — demandèrent que la conversation eût lieu deux jours plus tôt, le 16 mars. Cette hâte était significative. Elle inquiéta quelque peu le Gouvernement Français qui n'imaginait que partiellement la gravité de la situation.

Qu'attendaient d'ailleurs les Ministres Belges de leur entretien avec les dirigeants français ? Sans doute n'écartaient-ils pas la possibilité de ramener de France des avantages qui leur permettraient de donner pour un temps une activité supérieure mais factice à leur économie. Mais, se faisant moins d'illusions que le public belge sur la portée de la réunion, ils n'espéraient pas grand'chose. Avant de partir, M. Theunis avait déjà pris sa décision. Il avait eu soin de prévoir un contrôle des changes et de rédiger le texte du décret qui devait l'instituer.

Au vrai, il avait été arrêté en octobre 1934 que les pays du bloc-or se réuniraient à nouveau trois mois plus tard. Cette réunion, d'une portée plus psychologique que technique, n'avait pas eu lieu parce qu'à ce moment les pays intéressés n'étaient pas prêts à causer. Il convenait qu'avant d'appliquer des mesures dont les répercussions pouvaient être graves, le Gouvernement Belge mit loyalement au courant de la situation le Gouvernement d'un pays ami auquel la Belgique était liée par les conventions du bloc-or. La démarche belge fut faite, semble-t-il, par acquit de conscience, pour épuiser toutes les voies de salut. Au fond, elle était moins une demande de secours qu'une mise en garde. Les délégués savaient bien qu'elle ne serait pas et qu'elle ne pouvait être d'aucune utilité précise. Aucune aide étrangère, si complète fût-elle, n'était capable de remédier définitivement à des difficultés essentiellement d'ordre national et de caractère économique.

M. Theunis fit à Paris un long exposé de la situation de la Belgique au point de vue économique, bancaire, monétaire. Il parla du contrôle des changes ; il insista sur les difficultés d'exportation qui arrêtaient l'activité des industries les plus traditionnelles et les plus importantes du Royaume. Le Gouvernement Français donna quelques conseils et prôna les remèdes classiques des crises monétaires : restriction du crédit, élévation du taux d'escompte. Il promit également toute l'aide qu'il pouvait apporter.

Au point de vue monétaire d'abord, désireux d'éviter un contrôle des changes dans lequel il voyait les premiers pas vers la dévaluation, le Gouvernement Français proposa que la Banque de

France ouvrit des crédits pouvant aller jusqu'à deux milliards et qui, au surplus, pourraient être plus tard, lorsque le marché français le permettrait, consolidés au moyen d'un emprunt. D'autre part, le Ministre du Commerce français s'engageait, lorsque l'emprunt serait conclu, à mettre la Belgique à même d'augmenter ses importations en France, d'une somme équivalente à la charge de l'emprunt. Le Gouvernement Français faisait preuve d'une bonne foi indéniable et témoignait d'une loyauté dans le malheur, remarquable. On comprend mal la campagne de presse qui, dans le Royaume, généralisa l'idée que la dévaluation fut nécessitée par le refus de l'Etat français de secourir la Belgique. Peut-être ne faut-il voir dans cette campagne, que des considérations hypocrites de responsables, cherchant par politique intérieure, à rejeter sur d'autres la raison d'une mesure impopulaire. Mais le représentant le plus qualifié du Cabinet Theunis, le ministre des Finances, M. Gutt, se plaît à affirmer « que ses interlocuteurs avaient honnêtement, sincèrement tenté, de faire l'effort maximum pour amener le Gouvernement Belge à renoncer à sa décision. » (1).

Quoi qu'il en soit, les offres françaises se heurtèrent au refus de la mission belge. Les crédits de banque à banque parurent inutiles, puisque la Banque Nationale de Belgique avait encore des réserves suffisantes pour faire face à toute tension des changes. Les exportations additionnelles auraient pu être acceptées, mais un cadeau de cent millions, d'ailleurs subordonné à certaines conditions, ne pouvait avoir sur l'industrie du Royaume un effet déterminant. Il aurait fallu, de l'avis même de M. Gutt, que le bénéfice eût été au moins d'un milliard. On comprend l'impossibilité de la France, dont la balance commerciale avec la Belgique était déficitaire, à accorder un tel privilège, susceptible de présenter pour son économie déjà défaillante un grand péril.

Le Ministère Theunis savait d'ailleurs avant de se rendre à Paris que les bonnes volontés françaises « se heurteraient aux difficultés et aux traités français » (1). N'ayant pas pris part à la campagne de presse qui suivit le retour de la délégation belge, on ne peut lui reprocher d'avoir cherché dans son voyage un alibi. Il faut lui rendre justice d'avoir été en France pour éviter tout malentendu et prévenir le pays de l'institution en Belgique

(1) Cf. « Pourquoi le franc belge est-il tombé ? ».

du contrôle des changes. Il ne voulait pas de malentendu franco-belge. M. Laval, ministre français des Affaires Etrangères, résuma d'ailleurs parfaitement la situation à la fin des négociations : « Ce qui vient d'être exposé, dit-il, est très clair, nous comprenons très bien la position de nos amis belges et nous sommes sensibles à la loyauté de leur démarche. » C'était, en fait, le seul résultat du voyage à Paris.

c) *Le contrôle des changes.*

Au lendemain de son retour de Paris, le 18 mars, en même temps qu'il mettait de nouveaux crédits à la disposition de l'industrie et des banques, et qu'il prenait des mesures pour contrôler rigoureusement les prix et abaisser le loyer de l'argent, M. Theunis fit publier un arrêté royal qui réglementait l'importation, l'exportation et le transit des valeurs et des matières d'or et d'argent. Un second arrêté royal institua un Office Central des Changes, doté de la personnalité civile et géré, sous la garantie de l'Etat, par la Banque Nationale. *Le contrôle des changes* était donc réalisé.

Toutes les opérations de devises étrangères et toutes les opérations de devises à l'étranger étaient soumises à cet Office qui possédait tout pouvoir pour accorder ou refuser les autorisations demandées. Il était interdit d'exporter des marchandises, des titres, des coupons, des valeurs ou des espèces, dont la contre-valeur ne faisait pas l'objet d'une remise en change belge ou étranger, dans le territoire de l'Union Economique belgo-luxembourgeoise. Seul était autorisé, d'ailleurs sous contrôle, l'achat des devises pour le paiement des marchandises. L'importation et l'exportation de l'or, en lingots ou en pièces monnayées, devenaient le monopole de la Banque Nationale. A l'intérieur du pays même, l'autorisation de celle-ci était nécessaire pour toute négociation de monnaies, lingots ou barres d'or. Les touristes allant à l'étranger n'avaient plus l'autorisation que d'emporter cinq francs belges. La mission de l'Office était d'envergure, car le service devait être créé de toutes pièces et la coordination entre l'Office d'une part, et d'autre part, les banques et les administrations des douanes et des postes, devait aussitôt être établie. La politique adoptée par l'Office fut d'autoriser un certain

nombre d'établissements à effectuer, sous sa surveillance, les opérations de change considérées par lui comme légitimes.

Le nouveau système fut appliqué assez strictement. Il venait dans la pratique réprimer des faits que les lois, ou arrêtés royaux du 18 juillet 1924, 19 juillet 1926 et 3 décembre 1934, destinés à réprimer les atteintes portées au crédit de l'Etat, n'avaient pu empêcher. D'ailleurs les restrictions furent encore accrues par la suite. Le 26 mars, le régime fut renforcé ; on n'autorisa plus les cessions de change qu'en couverture de marchandises (rentrant en Belgique et sur production de documents) et de frais de voyage.

En fait, de même que pour certaines mesures de déflation, les diverses dispositions prises pour éviter la dévaluation ne faisaient que rendre cette dernière inévitable. Insuffisantes, mal dirigées, elles allaient à l'encontre des désirs exprimés par leurs promoteurs. Leur technique même concourait à précipiter les événements.

Conclus dans les conditions où ils le furent, les emprunts à l'étranger ne pouvaient apporter qu'une aide temporaire et faisaient peser sur le gouvernement et la monnaie, l'hypothèque d'arrérages et de remboursements importants. L'utilisation de l'emprunt, destiné à alimenter les trésoreries de l'Etat ou d'organismes privés, facilita la mobilisation de certaines créances, la constitution de certaines avances qui, le plus souvent, ne servirent que de moyens faciles pour l'évasion des capitaux.

Le contrôle des changes, sans être inopérant, ne produisit pas tous les fruits qu'on en escomptait. Quinze jours après son institution, le Gouvernement put annoncer que les sorties d'or avaient été nulles ; le contraire eût été étonnant puisque les transactions étaient pratiquement arrêtées. Mais, quelques jours après, il fallut de nouveau exporter de l'or pour soutenir le change. Quiconque, en effet, avait des besoins à couvrir, ne manquait pas de demander immédiatement les devises nécessaires, mais quiconque avait des créances en devises étrangères, s'abstenait, ou du moins tardait à les apporter à la Banque Nationale. D'autre part, dès le début, un trafic de billets s'établit à travers la frontière ; les capitaux émigraient et les billets devaient être repris par l'Institut d'Emission contre de l'or. Selon M. Baudhuin (1), la fraude

(1) *La dévaluation belge. Une opération aussi délicate que réussie.* Bruxelles, 1935.

ainsi constatée eut une ampleur assez grande ; elle aurait fait sortir pour quatre cent trente six millions de métal.

Le contrôle des changes donc, non seulement ne profitait pas à la monnaie, qui n'était pas encore directement attaquée, puisque le pourcentage de l'encaisse-or demeurait voisin de 64 % (1), mais il en précipitait la chute. Au point de vue économique, le contrôle rendait les transactions difficiles, impossibles même prétendait la Chambre de Commerce d'Anvers. Non seulement il était inopérant, mais encore il s'avérait nuisible. L'expérience montrait que sans un contrôle du commerce extérieur et du mouvement des capitaux, sans une surveillance postale et sans la création d'un Office Central des devises, il n'était qu'illusoire.

Sur le plan psychologique, les mesures adoptées avaient une répercussion néfaste indiscutable. L'emprunt à l'étranger attirait l'attention des épargnants sur les difficultés du Trésor et la raréfaction des capitaux sur le marché intérieur ; il incitait à une spéculation à la baisse des rentes et à un renforcement de la thésaurisation ou de l'émigration des capitaux. Le voyage à Paris fut soumis à une publicité indésirable. Le Gouvernement commit la faute de laisser dire et de laisser entendre que ce voyage et ses résultats éventuels étaient l'ultime bataille défensive du franc, la position de retraite avant la déroute. Son échec fut considéré comme le prélude d'une dévaluation inéluctable et imminente. L'institution de l'embargo sur l'or, qui, en doctrine pure, pouvait n'être que l'abandon momentané de l'étalon-or, était pratiquement l'inauguration d'un régime nouveau où le franc faisait figure de monnaie errante et inconvertible. Prise à la dernière minute et, semble-t-il, par acquit de conscience, cette mesure était plus de nature à accroître le désarroi qu'à le réduire. La spéculation avait beau jeu et si, à Bruxelles, les cours théoriques du franc belge ne variaient que peu, sur les places de Londres ou de Paris, les cotations, inférieures parfois de 20 % à celles pratiquées en Belgique, enregistraient des écarts appréciables.

L'attitude et les déclarations des membres du Gouvernement créaient d'ailleurs un courant psychologique contraire à leurs intentions. Lorsque M. Theunis parlait à la Chambre, il avait l'air las, désabusé d'un vaincu. Son souci se reflétait dans ses paroles.

(1) Pourcentage légal : 40 %.

Le 7 mars 1935, ce fut lui-même qui ouvrit pour ainsi dire le débat public sur la dévaluation. Sans doute condamnait-il dans son discours cette opération monétaire, comme amenant nécessairement la disparition du crédit à long terme, la hausse des prix, comme provoquant la rupture des contrats et commettant une forfaiture ; mais, il ajoutait qu'une nouvelle déflation était impossible ; il allait même jusqu'à dire que l'initiative d'une dévaluation n'émanait pas du gouvernement mais du Parlement... Les déclarations de M. Theunis dans les commissions, confirmaient encore davantage la conviction que l'on avait de l'imminence de la dévaluation et l'idée que cette dévaluation serait une catastrophe.

Le 14 mars, M. Gutt prononçait un discours extrêmement curieux. En substance, il disait ceci : « La déflation doit être absolue ou ne pas être, ... mais elle ne peut pas être absolue... Au surplus, le problème essentiel n'est pas celui de la valeur de l'unité monétaire en métal précieux, mais la puissance d'achat en marchandises ». Singulier langage d'un ministre qui combattait pour la déflation contre la dévaluation et qui faisait appel à la confiance pour éviter une dévaluation qu'il laissait supposer. M. Gutt voyait le problème, ou plutôt paraissait l'apercevoir et semblait avoir peur d'aller jusqu'au bout de sa déduction. Le Ministre des Finances ajoutait cependant qu'en tout état de cause il ne fallait pas rattacher le franc belge à la livre sterling, car celle-ci, bien qu'étant l'étalon monétaire de 60 % du monde (1), restait une monnaie vagabonde.

Ces discours, évidemment, n'étaient pas encourageants. Les appels au Pays par radio, loin de calmer l'émotion du public, ne faisaient que l'accentuer. Ils aiguillonnaient définitivement la spéculation et de ce fait rendaient la dévaluation inévitable et peut-être catastrophique.

3° LES SORTIES D'OR ET LA SPÉCULATION.

Le tableau suivant résume quelques aspects de la spéculation qui se porta aussi bien sur la rente que contre le franc.

(1) La part dans le monde des nations dont la monnaie restait liée à l'or se chiffrait à environ 25 %.

	1 ^{er} mars	Contrôle des changes 18/3	24 mars	26 mars	27 mars
Dommages de guerre et rente 5 % 1919	95,50	88,00	88,25	87,50	86,00
Livre sterling (belgas).....	20,55 3/4	20,41	20,49	20,65 1/2	20,65
100 fr. français (belgas)	28,23	28,20	28,27	28,28	28,25

L'indice de l'ensemble des rentes belges fléchit de 120 le 12 mars, à 112 le 15 mars. Dans le même temps, l'indice des titres à revenus fixes passait de 25 à 28. Néanmoins la spéculation sur la rente belge ne prit à aucun moment une allure de désastre. D'ailleurs, elle n'impliquait aucune conséquence immédiate; le Gouvernement, quelque taux qu'il concède, ne pouvait emprunter sur le marché intérieur.

La spéculation contre le franc était beaucoup plus grave. Les cours indiqués, dans le tableau qui précède, sont les cours officiels pratiqués à la Bourse de Bruxelles sur un marché très étroit et très contrôlé. Les cotations de Londres et de Paris révèlent mieux l'aspect véritable de l'offre et de la demande. Identiques à celles de Bruxelles au début de mars, elles étaient à la fin du mois inférieures de 10 % et parfois davantage. Ces cotations n'ont toutefois qu'une valeur relative. Ce qu'il importe surtout de retenir, ce sont les sorties d'or que dut accepter la Banque Nationale pour éviter un fléchissement plus prononcé de la monnaie. Pour vendre des belgas, les Belges, si anormal que cela puisse paraître, eurent recours au crédit. La variation des postes de l'Institut d'émission donne une indication très nette du procédé employé. Le crédit vint non seulement de la Banque Nationale, mais aussi des Caisses d'Epargne, des Comptes de Chèques Postaux. La thésaurisation qui s'était exercée depuis de longs mois, les remboursements effectués sur les disponibilités provenant de l'emprunt hollandais, apportèrent à la spéculation d'importants capitaux. Les sommes, mises à diverses reprises par l'Etat à la disposition de l'industrie ou des banques, servirent bien souvent aux mêmes fins, tant il est vrai que si l'on peut créer du crédit, il est impossible d'en contrôler l'emploi. Les banques ayant engagé la plupart des dépôts de leurs clients (environ quinze milliards) dans des affaires industrielles en difficulté, ne pouvaient se créer les liquidités nécessaires qu'exigeaient les demandes de retrait des épargnants. Elles eurent donc recours à l'Institut d'Emission sous forme de demandes d'avances et d'escompte de papier à forme commerciale.

Le 19 janvier 1936, les soldes débiteurs en comptes d'avances

s'élevaient à 360,5 millions ; au 29 mars ces mêmes comptes se chiffraient à 1.338,8 millions de francs ; l'augmentation atteignait 978,3 millions (1). Le portefeuille d'effets escomptés du 19 janvier au 29 mars passait de 1.409,6 à 2.833,2 millions de francs (2) soulignant une différence positive de 1.423,6 millions. L'accroissement de l'escompte est d'autant plus remarquable que le papier commercial nouvellement créé ne se rapportait qu'à des règlements à faire à l'intérieur du pays, alors que ni l'activité commerciale, ni la solvabilité des débiteurs ne s'étaient améliorées. Certes, l'escompte aurait pu avoir pour objet de procurer des francs belges dont la conversion en devises étrangères aurait servi à couvrir des paiements à effectuer à l'étranger. Mais, si l'on remarque que pendant la même période, la Banque Nationale a vendu 1.406,4 millions de francs français pour 2.129,6 francs belges et que, dès le lendemain de la dévaluation, du 1^{er} au 11 avril, l'Institut d'Emission a racheté pour 933,4 millions de francs français, alors que du 5 au 17 mars elle n'en avait vendu que pour 1.099 millions, il faut bien conclure que des firmes industrielles et commerciales, d'accord avec les banques dont elles étaient débitrices, se sont créées au moyen des acceptations et des promesses, des disponibilités qui, affectées à l'achat de devises étrangères, devaient influencer sur la stabilité de la monnaie nationale et leur laisser, après la dévaluation, un bénéfice de 39 % par la revente de ces devises à l'Institut d'Emission. Sous ces deux formes, avances en comptes et escompte, le recours supplémentaire au crédit, s'éleva à 2.402 millions de francs. Les établissements qui en bénéficièrent achetèrent pendant la même période près de 2.006,9 millions de francs de devises étrangères. Généralement les banques spéculèrent peu pour leur propre compte et opérèrent surtout pour de grandes sociétés, auxquelles d'ailleurs elles étaient liées. Le tableau ci-dessous montre le détail des principaux achats de devises.

(1) Les chiffres cités ici sont empruntés aux procès-verbaux des séances de la Commission d'Enquête Parlementaire sur la dévaluation.

(2) Acceptations	1.555,9
Promesses	1.271,4
Warrants	5,6

Ventes	Francs Français millions	Fiorins	Livres	Dollars	Francs suisses
21 janvier au 5 mars (1)	307,3				
5 au 17 mars	713	113.300			
15 mars (2)					54.000
17 au 27 mars	376				
18 au 27 mars.....				370.000	
20 au 27 mars.....		337.400	149.900		
	1.406,3	450.700	149.900	370.000	54.000

L'évolution du montant de l'encaisse-or de la Banque Nationale au cours du semestre qui précéda la dévaluation, confirme les précédentes données et montre, peut-être de façon encore plus saisissante, l'ampleur de la spéculation. Durant ces six mois, la Banque Nationale connut deux périodes critiques. L'une, du 28 septembre au 28 novembre 1934, correspondant à la fin du Ministère Broqueville — au cours de ces deux mois, la Banque céda 1.906 millions d'or, sans presque que l'on s'en aperçut — ; l'autre, du 21 janvier au 29 mars 1935, pendant que se préparait le retrait du Cabinet Theunis : les sorties d'or atteignirent alors près de deux milliards.

Les mouvements de l'encaisse-or sont d'ailleurs notés dans les états des situations hebdomadaires.

<i>Première période</i> 28/9 au 28/11/1934		<i>Deuxième période</i> 21/1 au 29/3/1935	
Dates	Montant (en millions)	Dates	Montant (en millions)
27 septembre	13.305	17 janvier	12.764
27 octobre.	12.978	21 février	12.670
22 novembre	12.539	14 mars.	12.430
		28 mars.	11.292
Diminution	766	Diminution	1.471

Ces chiffres, nullement catastrophiques, ne révèlent pas la sortie d'or indiquée généralement comme ayant été de cinq milliards. L'explication de la discordance a été fournie par le Gouverneur de la Banque Nationale à la Commission Parlementaire d'Enquête sur la dévaluation. L'Institut d'Emission possédait des réserves or qui n'étaient pas portées au poste « Encaisse Métallique » dans les bilans. Pour calculer le montant approximatif des retraits de métal, il convient d'ajouter aux 2.237 millions relevés ci-dessus,

(1) Date de l'entrée en vigueur du contrôle des changes.

(2) Date de fermeture de la bourse de fonds publics et de change.

une perte de 1.000 millions antérieure au mois de septembre 1934 et 2.000 millions prélevés ensuite sur les réserves occultes de la Banque. On atteint ainsi le chiffre d'environ 5,3 milliards, pour une période allant de janvier 1934 à fin mars 1935. La véritable hémorragie commença le 11 mars. Cette journée se marqua par une sortie d'or de 35 millions. Les retraits s'élevèrent le lendemain à 50 millions, le surlendemain à 77 millions, le jeudi à 180, le vendredi à 154, le samedi en deux heures à près de 280 millions. Du 1^{er} janvier 1934 au 16 mars 1935, la Banque Nationale ne livra à des particuliers que 76 millions d'or, tandis qu'elle en reçut d'autres particuliers, pour 55 millions. Le déficit était de 21 millions seulement. Ce fut la Banque Nationale elle-même qui, par le jeu normal de l'étalon-or, envoya du métal précieux à l'étranger selon les besoins du change. Ceci est à souligner, pour montrer qu'il peut être vain, au moment d'une dévaluation, de prendre des mesures contre les particuliers qui retireraient l'or de la Banque, puisque les transferts s'effectuent à l'intervention de l'Institut d'Emission.

Quoi qu'il en soit, les sorties de métal précieux atteignirent en chiffres ronds 38 % de l'encaisse métallique de la Banque Nationale, révélant ainsi l'ampleur des tendances pessimistes et spéculatives attestées par ailleurs par les statistiques de la Caisse d'Epargne et des Comptes de Chèques Postaux.

Depuis l'installation du Cabinet Theunis, les retraits dépassèrent de façon constante les dépôts à la Caisse d'Epargne. L'excédent fut de 19 millions en novembre, de 47 millions en décembre. L'arrêt apparent des prélèvements en janvier (excédent des dépôts: 38,6 millions) peut être attribué à des facteurs saisonniers qui normalement à cette époque, provoquent une augmentation de l'épargne. Mais dès février, le surcroît des retraits s'éleva à 22 millions pour atteindre en mars 230 millions. Pendant ces deux mois, le pourcentage des retraits par rapport au total des dépôts (10.300 millions) fut de l'ordre de 2,5 %. Aux Comptes de Chèques Postaux, sur un avoir global moyen d'environ 2.600 millions, on relève pendant le premier trimestre de 1935 des retraits atteignant 150 millions, soit 6 % de l'encaisse.

Tout en traduisant les mêmes mouvements, les données de la Caisse d'Epargne et des Comptes de Chèques Postaux, mettent en évidence, lorsqu'on les compare aux statistiques de la Banque Nationale, le peu d'ampleur pris par la spéculation des petits

épargnants, ouvriers ou rentiers. Les manœuvres contre le franc belge furent surtout, par l'intermédiaire des banques, le fait des étrangers et des gros capitalistes, industriels ou commerçants. Elles accentuèrent ainsi la position privilégiée de ceux-ci dans la dévaluation, sans profiter à ceux qui normalement avaient le plus à souffrir de l'opération.

Bonne excuse pour le Gouvernement et le Parlement, la spéculation fut accusée d'avoir provoqué la chute du franc. A dire vrai, résultat plutôt que cause, elle n'était pour rien dans ce qui arrivait. La spéculation ne s'exerça que pendant un temps très court. La perte d'or, dans les premiers mois, provenait autant du déséquilibre de l'économie que d'opérations spéculatives. Les retraits de lingots, d'ailleurs licites, furent absolument négligeables ; les évasions de capitaux prirent surtout la forme d'achats de devises étrangères, d'achat de billets ou d'acquisitions de pièces à des guichets, où aucune trace ne subsistait.

Placement permis qu'on ne peut reprocher aux opérateurs mais aux Pouvoirs Publics qui, par leur politique, en montraient l'intérêt, les ventes de francs belges ne mirent d'ailleurs à aucun moment la monnaie en péril. Le 28 mars 1935, le rapport de l'encaisse-or au montant des engagements de l'Institut d'Emission était encore de 56,73 % alors que celui de la Banque d'Angleterre ne dépassait pas 46,5 %. C'est pour de toutes autres causes que la situation monétaire, que la dévaluation fut effectuée.

4° DÉMISSION DU MINISTÈRE THEUNIS

Comme un délai laissé à l'opération monétaire n'aurait pu cependant qu'avoir des effets néfastes en rendant la situation monétaire aussi mauvaise que la situation économique ou financière, il faut louer le Gouvernement Theunis d'avoir su loyalement comprendre son échec et la nécessité d'éviter au pays les dangers d'une trop longue période d'incertitude. En quittant le pouvoir, opportunément, dès que le franc fut discuté, M. Theunis, qui ne pouvait plus compter sur l'assentiment confiant du Parlement ni de l'opinion publique pour poursuivre une politique impopulaire, réduisit au minimum les difficultés de la « zone pré-dévaluatrice ».

La dévaluation devenue inévitable, M. Theunis, avec un soin que M. van Zeeland, son successeur, s'est plu maintes fois à sou-

ligner, voulut cependant, avant de partir, laisser la situation dans les meilleures conditions possibles. Selon sa propre expression, « il verrouilla la porte des sorties d'or et remit la clef du cadenas au Gouverneur de la Banque Nationale ». Peut-être pourrait-on lui reprocher de n'avoir pas élevé le taux de l'escompte, ni restreint le volume des crédits, mais encore a-t-il droit sur ces points à des circonstances atténuantes. L'économie avait besoin d'un crédit à bon marché ; dans la période où elle se serait produite, l'élévation du taux de l'escompte aurait été inopérante et aurait même peut-être accru le désarroi, en montrant plus clairement le péril couru par la monnaie belge. En sauvegardant de leur mieux la devise nationale, en limitant les avances de la Banque Nationale au Trésor et les sorties d'or, M. Theunis et son ministre des finances M. Gutt ont préparé et facilité la tâche du Gouvernement suivant. En garantissant le profit d'une éventuelle réévaluation de l'encaisse métallique de l'Institution d'Emission, ils ont assuré sur un point important la réussite de la dévaluation. Courtois avec son successeur comme avec la Nation amie, le Gouvernement Theunis, après avoir mis les affaires en ordre, donna le 19 mars sa démission au Roi, sans avoir été mis en minorité devant le Parlement, et après avoir reçu, quelques jours auparavant, le renouvellement de pouvoirs spéciaux. Il faut lui rendre justice d'avoir permis, par sa sagesse, d'éviter des désastres financiers et monétaires et d'avoir su contrôler une baisse de la monnaie, qui, laissée à elle-même, aurait pu devenir catastrophique.

SECTION II. — LE MINISTÈRE VAN ZEELAND

La démission du Gouvernement Theunis fut considérée comme l'annonce immédiate d'une politique nouvelle, contraire à la déflation. Le jour même, les consultations diverses auxquelles il fut procédé montrèrent que la seule question qui se posait était d'ordre monétaire. Tandis que sénateurs et députés, peu soucieux de prendre des responsabilités, votaient encore unanimement des motions subordonnant la constitution de tout nouveau gouvernement au maintien du franc à sa parité ancienne, les chefs politiques comprenaient déjà que la partie était perdue et qu'il fallait faire volte-face. Les hésitations durèrent trois jours, puis tout le monde s'étant pratiquement rendu à l'évidence, le 23 mars,

M. van Zeeland qui n'avait jamais caché son opinion sur la nécessité d'une dévaluation dans les circonstances du moment, fut invité à former le nouveau Ministère. Dans le choix du Premier Ministre, la décision du Roi — qui depuis longtemps pensait à la dévaluation et qui même, aux dires de certains aurait voulu la voir effectuer huit jours auparavant — fut prépondérante. Le Roi connaissait M. van Zeeland et l'avait en grande estime.

1° *M. Van Zeeland et ses collaborateurs.*

Vice-Gouverneur de la Banque de France, M. van Zeeland (1) arrivait au Gouvernement précédé d'une réputation qui pour n'être répandue que dans les milieux dirigeants de la capitale n'en était que plus brillante. Très « braintrust », il appartenait à la catégorie des grands universitaires, que le contact des affaires avait enrichi de qualités pratiques, sans rien enlever à leur idéalisme. Il passait pour avoir plutôt des tendances avancées, ce qu'il faut comprendre comme une absence de préjugés routiniers et conservateurs, ainsi qu'un internationalisme du meilleur aloi.

Technicien nourri des doctrines anglo-saxonnes, promoteur des idées louvanistes, M. van Zeeland n'avait rien cependant du doctrinaire. Il était avant tout un homme réaliste. Agé de 42 ans,

(1) M. van Zeeland, avant-dernier né d'une famille de huit enfants, est né à Soignies le 11 novembre 1893. Après des humanités brillantes et même exceptionnelles, il obtint à l'Université de Louvain un diplôme de docteur en droit avec la plus grande distinction. Son attitude pendant la guerre fut l'objet d'une citation particulièrement élogieuse. Fait prisonnier, il fut interné au camp de Soltau, dans le Hanovre, et profita des loisirs de la captivité pour continuer des études brutalement interrompues. Il apprit l'anglais, l'allemand, le russe. Après l'armistice, M. van Zeeland reprit ses études de droit; il devint docteur en droit, docteur en sciences politiques et diplomatiques, bachelier en philosophie de l'Université de Louvain. Ayant réussi un concours organisé par la Fondation Universitaire, il partit aux Etats-Unis, à l'Université de Princetown d'où il revint un an plus tard avec le titre de Master of Arts et un Livre sur « La réforme monétaire aux Etats-Unis d'Amérique de 1913 à 1921 ». D'abord avocat au Barreau de Bruxelles, il entre en 1922 à la Banque Nationale et participe pour la première fois, à Gênes, aux travaux de la délégation financière belge. Il prend part ensuite à différents Congrès à l'étranger, à Athènes en 1925, à Baden-Baden en 1929, à La Haye, Londres, Paris et Berlin en 1930, pour la constitution de la Banque des Règlements Internationaux. Délégué de la Belgique à Genève, puis à Bâle, expert du Gouvernement égyptien de 1931 à 1932, délégué à Stresa pour la reconstitution de l'Europe Centrale et Orientale, président à Paris du Comité Bancaire pour les crédits documentaires, il devient à 39 ans Vice-Gouverneur de la Banque Nationale, professeur à la Faculté de Droit de l'Université de Louvain, directeur de l'Institut des Sciences Economiques de Louvain.

Economiste de talent, M. van Zeeland écrit en 1930 des « Réflexions sur le plan quinquennal russe », dans lesquelles il prône la reprise de relations économiques normales avec les Soviets, et publie en 1932 « Regards sur l'Europe », son livre le plus important où se trouvent exprimées la plupart des idées qui, depuis lors, servirent de principes directeurs à son action.

mince et droit, un visage aux traits fins, un sourire persuasif, une voix douce mais bien timbrée, des manières de gentleman ; personnalité fine et cultivée, sans rien du démagogue ou du tribun, M. van Zeeland apparaissait plutôt comme un grand administrateur que comme un homme politique.

Combattif et courageux sous des apparences frêles, il ignorait les intrigues de couloir et les chausse-trappes de la politique ; c'était sa faiblesse et sa force. Sa faiblesse, parce que cela l'exposait à commettre des fautes par inadvertance ; sa force, parce que cette sorte de candeur finissait par en imposer. Entré en juin 1934 comme ministre sans portefeuille dans le Cabinet de Broqueville, puis démissionnaire, il ne fut pas écarté des Conseils Gouvernementaux par M. Theunis et M. Gutt, qui le consultèrent **fréquemment**. Sans cacher son opinion sur l'impossibilité d'éviter une dévaluation de la monnaie par suite de l'évolution de la **conjoncture** au cours du second semestre de 1934, M. van Zeeland, prudent et discret, n'avait au moment où il fut chargé de former le **Ministère**, jamais extériorisé son opinion, sauf devant les personnalités qui étaient en droit de la connaître. Quand, lors de son accession au pouvoir, les journalistes l'interrogèrent sur ses opinions monétaires, il répondit simplement que celles-ci **n'avaient pas changé**. Ce langage diplomatique et laconique résumait fort bien sa pensée profonde, qui semble avoir été de donner la préférence à la **déflation** tant que celle-ci fut possible et, au point où l'on était parvenu en mars 1935, de réaliser une dévaluation mesurée, nécessaire pour pouvoir appliquer un ensemble de mesures qui lui paraissaient s'imposer.

La constitution du Gouvernement van Zeeland fut extrêmement malaisée. Le Premier Ministre avait à faire face à des difficultés politiques et monétaires auxquelles il devait trouver une **solution** immédiate dont dépendrait le succès de sa combinaison. Après avoir paru échouer, le 24 mars au soir, M. van Zeeland réussit, en résolvant les unes et les autres avec habileté et courage, à présenter aux Chambres, un Ministère et un programme qui le 29 mars furent plébiscités.

La succession du Gouvernement Theunis n'offrait cependant que peu de prise à une combinaison politique habituelle. Pour remonter le courant véritablement défaitiste qui entraînait l'Etat à la dérive et pour retourner une opinion trop disposée à voir hâtive-

ment une catastrophe ; pour faire accepter la dévaluation à un Parlement qui n'en voulait pas la responsabilité et à un pays qui dans son ensemble la considérait comme une escroquerie ; en un mot pour faire quelque chose, il ne fallait plus de gouvernement faible et hésitant, semblable à ceux qui depuis 1932 s'étaient succédés sans résultat appréciable, mais un gouvernement fort qui puisse inspirer confiance non seulement à l'intérieur du pays, mais encore au delà des frontières et présenter des facteurs durables de caractère et de capacité. Un tel gouvernement ne pouvait se concevoir dans un régime démocratique, que par l'accord de tous les partis et la constitution d'un Ministère d'union nationale. C'était la condition même du retour au calme, à la confiance. Pour agir dans l'intérêt de tous, il fallait le concours de tous. Bien que cette formule impliquât la collaboration de groupes dont les doctrines étaient essentiellement différentes, M. Van Zeeland résolut avec succès un problème qui paraissait une gageure. La composition de son Gouvernement fut un véritable chef-d'œuvre. Il s'adressa à des hommes jeunes, nouveaux pour la plupart, encore pleins d'enthousiasme, non compromis dans les collusions politico-financières et qui pouvaient agir avec une certaine souplesse, n'ayant pas encore pris de position trop rigide devant l'opinion publique. Le dosage fut réalisé avec un tact très subtil. Les vieux et les jeunes furent répartis suivant une règle assez heureuse ; à côté des ministres à portefeuille, très jeunes pour la plupart, trois anciens sans portefeuille formaient une espèce de conseil tripartite interne, et, dans chaque parti, le Premier Ministre eut soin de choisir un technicien extra-parlementaire.

D'autre part, M. van Zeeland prit la précaution de s'enchaîner lui-même et d'enchaîner les autres ministres par un engagement personnel écrit et signé, de poursuivre un plan précis de rénovation nationale, éliminant pour le terme d'une année la politique des partis. Ainsi, le programme de M. van Zeeland devenait la promesse de l'œuvre d'un groupe d'hommes appartenant aux opinions les plus diverses et dont aucun parti ne pouvait revendiquer la paternité. Au surplus, certain de l'appui du parti catholique et de la majorité du parti libéral à cause de sa formation religieuse et de sa haute autorité de technicien, M. van Zeeland eut soin de s'assurer, par un accord préalable avec les chefs du Parti Ouvrier, l'appui de celui-ci, en donnant à entendre qu'opposé à la déflation, il désirait avant tout la résorption du chômage, l'aug-

mentation du pouvoir d'achat de la classe ouvrière, l'ajustement des traitements à l'index du coût de la vie, et qu'il reconnaîtrait la liberté des organisations syndicales tout en envisageant la généralisation des commissions paritaires.

Le Premier Ministre proposait d'ailleurs un plan d'ensemble extrêmement bien conçu qui contrastait avec les programmes habituels des chefs politiques et donnait une impression de maîtrise qui ne pouvait que séduire le Parlement et l'opinion, déshabitués d'un tel langage.

Quelque grande qu'elle fut, l'habileté de M. van Zeeland n'aurait cependant pas été suffisante si les circonstances ne l'avaient appuyée. Le Parlement réagit comme font d'habitude les hommes, plus avec le sentiment qu'avec le sens critique. La situation réelle du pays paraissait trop grave pour s'attacher de très près à la constitution d'un gouvernement. D'autre part, les partis étaient essouffés par leurs luttes et aucun ne voulait prendre, après la condamnation qu'ils en avaient faite, la responsabilité d'une dévaluation. Ils préféraient que ce fût un homme nouveau, facile à renier, qui eût à franchir ces étapes difficiles. « On laissa faire la jeunesse ». La combinaison politique de M. van Zeeland réunit tous les suffrages, parce qu'elle réservait aux hommes politiques et aux partis au pouvoir un certificat d'innocence en vue de leur prochaine campagne électorale. Aussi bien, M. van Zeeland prit-il garde de dégager toutes les responsabilités en plaçant le Parlement devant un fait accompli et en écartant tout soupçon d'une dévaluation volontaire qui aurait défavorablement impressionné l'opinion belge et étrangère. Même aux yeux de ceux qui considéraient la dévaluation comme une erreur, il sut effacer ce sentiment et laisser l'impression que la dépréciation de la monnaie était moins une faute qu'un malheur. Ce faisant, M. van Zeeland put détourner à son avantage le facteur politique qui avait défavorisé l'action du Gouvernement Theunis. Libéré des soucis parlementaires, il fut capable de gouverner. La dévaluation devint une question de technique, se posant sur le seul terrain où aurait dû toujours rester cette mesure essentiellement financière et économique.

2° Difficultés à résoudre et solutions à adopter.

Les difficultés politiques auxquelles avait à faire face M. van

Zeeland avant de se présenter devant les Chambres, n'étaient pas les seules. Dans le même temps, se posait un problème monétaire très délicat qui devait être résolu immédiatement pour ne pas entraîner de catastrophe.

Par son départ, le Gouvernement Theunis avait, quelque soin qu'il prit de l'éviter, précipité la panique. La spéculation, déjà importante, ne connaissait plus de bornes. La dépréciation de la monnaie, tant à l'intérieur sur le marché des prix qu'à l'extérieur sur le marché des changes, s'accroissait de jour en jour. Le souvenir de la première dévaluation était encore vivace et la plupart des gens se figuraient que les choses allaient se passer de la même façon. La réaction la plus caractéristique fut celle dont les magasins furent témoins. M. Baudhuin (1) cite le cas d'un client qui acheta dix kilos de poivre et celui d'une personne qui prit cinq gabardines à la fois. Il mentionne également l'histoire d'une caissière de province qui, en possession d'un capital liquide de 25.000 francs, acquit tout ce qu'elle avait sous les yeux, notamment cinq fourneaux de cuisine. Véritable aubaine pour les commerçants qui purent se débarrasser de stocks qu'ils désespéraient de vendre, l'affolement de la population ne manquait pas de susciter des troubles économiques graves et de provoquer une hausse rapide des prix. Une grande coopérative de Bruxelles éleva en quelques jours ses prix de dix pour cent. La fièvre spéculative se traduisait à la Bourse de Bruxelles, où, dès le 15 mars, la plupart des rubriques enregistraient des plus-values substantielles dont le tableau suivant relève le détail.

	Mars					Avril		
	4	18	21	26	27	1	2	15
<i>Valeurs :</i>								
Rentes 3 %	74,50	70	62,50	68	66	71	74	79,50
Rentes 5 % 1925	92,50	84,50	84,50	83,50	81,50	90	93	96,25
<i>Banques :</i>								
Assurances-Vie	5.925	6.250	6.875	7.000	7.300	8.000	8.000	7.625
Part rés. Société Générale.	2.650	2.525	2.700	2.725	3.000	3.300	3.550	3.650
<i>Entreprises Immobilières :</i>								
Immobilière de Belgique..	685	790		847	900	1.000	995	995
<i>Chemins de fer :</i>								
S. N. C. F. B.	509	470	450	445	430	515	495	515
<i>Electricité :</i>								
Sofina	6.125	7.000	7.425	8.250	8.200	8.225	8.200	9.750
<i>Gaz-Electricité</i>								
Electricité de l'Escaut	4.220	4.800	5.025	5.050	5.085	5.175	5.825	5.050
<i>Industries métallurgiques :</i>								
Forges Providence	7.337	8.100	8.300	8.400	8.800	9.500	9.500	9.475

(1) « La dévaluation du franc belge », Bruxelles, 1935.

	Mars					Avril		
	4	18	21	26	27	1	2	15
<i>Charbonnages :</i>								
Bonne Espérance	910	1.000	1.065	1.150	1.250	1.380	1.480	1.365
<i>Zinc, Plomb, Mines :</i>								
Vieille-Montagne	890	940	925	1.000	1.050	1.150	1.155	1.425
<i>Glaceries :</i>								
Charleroi	2.600	2.800	3.060	3.300	3.590	3.900	4.150	3.990
<i>Construction :</i>								
Carrières de Porphyre	3.265	3.400	3.600	3.800	3.610	3.800	4.000	4.100
<i>Textiles :</i>								
Linrière de la Lys	4.210	4.275	4.975		5.025	5.600	5.025	5.200
<i>Produits chimiques :</i>								
Fabr. Nat. de prod. chimiq.	995	1.060	1.150	1.150	1.250	1.400	1.395	1.395
<i>Coloniales :</i>								
Union-Minière	1.422	1.800	1.840	2.110	2.350	2.600	2.725	2.650
<i>Mines d'or :</i>								
Kilo-Moto	178	220	215	245	270	275	260	325
<i>Etrangères :</i>								
Royal Dutch	1.995	2.180	2.120	2.260	2.480	2.570	2.850	3.000
Chade	5.225	6.300	6.625	6.925	7.500	7.500	7.750	8.450

Les indices moyens s'établissaient comme suit :

	1 ^{er} mars	15 mars	Début d'avril
Titres à revenus fixes	120	112	118
Titres à revenus variables	25	26	32

Le public délaissait les titres à revenus fixes pour acheter des actions tant étrangères que belges, escomptant des bénéfices de change ou une réévaluation des actifs. Sur le marché des changes, le franc belge était coté au-dessous de sa parité métallique et, malgré l'établissement du contrôle, la Banque Nationale devait livrer des quantités d'or importantes. Les Places étrangères où se traitaient surtout des billets accusaient des moins-values plus sensibles, par suite de la plus grande liberté laissée à la spéculation et du désir des intermédiaires de se couvrir contre les aléas du remboursement des billets, dont ils n'étaient pas sûrs qu'ils seraient repris au pair ou même resteraient valables. Plus encore que le fléchissement du belga, l'instabilité des cours portait préjudice au commerce et à l'épargne. D'un jour à l'autre et souvent dans la même journée, la monnaie baissait de 15 %, augmentait de 5 % et retombait de nouveau de 15 %. Les retraits s'amplifiaient dans les banques et dans les organismes publics de Crédit. L'Institut d'Emission devait accroître son escompte et ses avances. On s'acheminait non plus vers une dévaluation, mais vers une inflation démesurée et incontrôlable.

M. van Zeeland comprenait le danger de la situation. Bien qu'il ne fût pas partisan du contrôle des changes, dès le 26 mars, il renforça la réglementation des achats de devises. Le 28 mars, il prit par arrêté royal n° 155, la décision de clore le marché des changes et de fermer les bourses jusqu'au vote du Parlement sur la déclaration ministérielle. Les opérations de liquidation de fin de mois purent être effectuées, mais aucune transaction nouvelle ne fut tolérée.

Ainsi le Gouvernement avait quelques jours de répit pour préparer son programme avant d'en entamer la discussion devant les Chambres. En fait d'ailleurs, le véritable problème monétaire était résolu. Les Pouvoirs Publics n'avaient plus à décider de la valeur de la monnaie, ils devaient l'accepter. **La dépréciation du belga** sur les marchés extérieurs, l'impuissance du contrôle des changes à arrêter les fuites de capitaux, le retrait persistant des dépôts empêchaient d'assurer la défense du franc par les méthodes et au niveau adoptés jusqu'alors. **La dévaluation était réalisée.** La question qui se posait, comme le déclarera plus tard M. van Zeeland, n'était pas de savoir si le maintien du franc devait être assuré, mais d'éviter que les graves menaces contenues dans la situation ne se changeassent en désastre.

Pour obtenir les disponibilités nécessaires, les banques privées étaient obligées de faire appel à la Banque Nationale dont le portefeuille ne cessait d'augmenter dans des conditions de moins en moins saines. Des retraits d'or trop importants, non compensés par des retraits de billets (1), le désir de l'Institut d'Emission de ne pas écraser les banques privées et de leur redonner les billets qu'elles lui remettaient pour acheter de l'or, rendaient la situation difficile. Cependant, le Gouvernement van Zeeland aurait pu comme le précédent s'obstiner à maintenir l'ancienne parité or du franc. Aucune raison d'ordre technique ne s'y opposait et deux solutions pouvaient être encore envisagées.

La première eût été de continuer la politique de déflation. La Banque Nationale pouvait encore en 48 heures rétablir la situation. Mais il eût fallu pour cela couper les crédits, contracter le marché de l'argent, mettre les banques privées hors d'état de continuer à faire face aux retraits de dépôt, et, en définitive, les

(1) Les retraits d'or correspondaient non à la remise de billets thésaurisés, mais au retrait des dépôts des banques privées.

fermer. Dans un pays tel que la Belgique, les banques avaient une trop grande importance pour qu'il en fût ainsi. La situation précaire des organismes de crédit eût entraîné la faillite des industries auxquelles ils étaient liés. La politique de déflation, mal engagée, ne pouvait plus être équilibrée ni avoir d'effet immédiat. Déjà trop poussée sur certains points, elle eût été insupportable et aurait sans doute provoqué des troubles sociaux dont les répercussions dangereuses étaient imprévisibles.

La seconde eût consisté en une politique d'expansion économique qui aurait gardé au franc plus ou moins artificiellement son ancienne parité or. Elle aurait entraîné la Belgique dans un système d'autarcie et de nationalisme économique cadrant mal avec sa structure. Avec toutes les complications de change et de règlements internationaux qu'elle impliquait, cette politique eût porté un coup mortel aux exportations dont l'importance pour la Belgique est considérable. Des raisons primordiales d'ordre financier et économique s'opposant de l'une et l'autre manière au rétablissement de l'étalon-or sur la base de 1926, le Gouvernement van Zeeland ne pouvait que s'efforcer de sauver tout ce qu'il était encore possible de sauver et d'empêcher que la situation n'empire. Son devoir lui parut de se servir de la dépréciation monétaire de fait pour résoudre les difficultés financières et économiques et, en consacrant la dévaluation du franc, d'essayer de l'utiliser.

Ainsi qu'il a été vu au premier chapitre de cet ouvrage, les *difficultés financières* concernaient essentiellement :

1° *Le problème des dettes bancaires.* Les banques devaient aux particuliers les dépôts que ceux-ci leur avaient confiés et ne pouvaient récupérer les prêts qu'elles avaient consentis aux industries belges et, dans une proportion minime, à certaines industries étrangères.

2° *La Crise de Crédit.* L'emprunt était devenu impossible et le loyer de l'argent s'élevait.

3° *La situation désastreuse des finances publiques.* La réduction des recettes budgétaires et l'insuffisance de la diminution des dépenses d'une part, le resserrement du marché monétaire d'autre part, ne permettaient plus au Trésor de combler normalement ou par l'emprunt les arriérés, ni de faire face au déficit sans cesse grandissant de l'exercice en cours.

Il s'agissait donc de desserrer les liens dont les créanciers étrangeaient leurs débiteurs, notamment l'Etat, qui les protégeait, et les industries, qui les faisaient vivre. Il convenait de remédier à

l'accaparement des thésauriseurs et à la carence des crédits aux organismes privés. Le problème — essentiellement d'ordre intérieur puisqu'il n'existait pas de dettes étrangères importantes — était d'autant plus délicat que la méfiance se généralisait. Il fallait retrouver rapidement du crédit et du crédit à bon marché, en assurant la sécurité des placements, en faisant disparaître le bénéfice anormal retiré par les capitaux de leur inemploi ou de leur usage spéculatif.

Le *problème économique* était dominé par la *différence des prix belges et des prix mondiaux* et par les *déséquilibres internes* résultant en partie de la politique adoptée pour réduire cette différence. En dehors même de la spéculation, le niveau des prix belges trop élevé pour le commerce international, devait amener à plus ou moins longue échéance une crise de change. L'adaptation ne pouvait se faire automatiquement par le jeu de l'étalon-or, car les disparités, provenant de la chute du sterling et non d'une inflation avec hausse interne des prix, étaient trop considérables. Les efforts tentés s'avéraient vains et préjudiciables à l'équilibre économique belge. S'étant produite d'une manière inégale, la baisse des prix engendrait une crise plus aiguë, un chômage plus accentué. Redistribuant le capital et le revenu national dans les conditions les plus injustes, elle accumulait les ruines et conduisait à des troubles sociaux.

L'économie belge souffrait de deux maladies très graves, l'une dans ses relations extérieures, l'autre dans son fonctionnement interne. Le seul remède à la première, suivant les termes des théoriciens de l'orthodoxie monétaire, était un poison pour qui souffrait de la seconde.

La déflation, qui théoriquement aurait pu agir sur les difficultés économiques, amenait les pires catastrophes financières. L'inflation, qui aurait pu sauver les banques, était une ruine pour l'économie. L'autarcie était impossible à la fois dans l'ordre économique par suite de la structure même du Royaume et dans l'ordre financier, les circonstances du moment empêchant d'emprunter à l'intérieur du pays. L'issue de la situation belge était fatale, quelle que soit la nature de l'incident qui la provoquerait. La Belgique pouvait tomber dans le désordre social à la suite d'efforts trop violents de réduction de salaires ou d'allocations de chômage ; elle pouvait également voir s'écrouler son édifice de crédit, comme en Allemagne ou aux Etats-Unis. Elle pouvait enfin subir directement une crise de change. Les deux premières éventualités

auraient amené la dernière et l'auraient fait naître dans des circonstances fort graves.

Il fut heureux pour la Belgique que la crise des changes se soit dénouée d'abord. La dépréciation de fait du belga a peut-être forcé la main aux Pouvoirs Publics, mais le résultat fut favorable. Les circonstances ont aidé des dirigeants trop craintifs pour assumer des responsabilités qu'inconsciemment ou non, ils avaient, eux-mêmes ou leurs prédécesseurs, encourues depuis longtemps déjà. Entreprise à la dernière minute sous l'emprise de la contrainte pour éviter le gâchis résultant, soit d'un effondrement du crédit uniquement retardé par une série de palliatifs, soit d'un abandon de change à des cours de panique, la dévaluation du franc belge apparaissait l'assainissement à moindre risque d'une situation obérée et la seule solution capable à la fois, en allégeant les dettes et en diminuant la valeur des prix belges, de faire retrouver du crédit et d'effectuer une déflation.

La dévaluation par elle-même ne pouvait cependant apporter le remède à toutes les causes des difficultés financières et des difficultés économiques. Au point de vue financier, sans doute accordait-elle l'avantage d'une réévaluation des encaisses-or du Trésor et de la Banque Nationale et donnait-elle aux banques l'occasion de réaliser des bénéfices spéculatifs ; par une réduction de leur capital et, par un abaissement de la valeur relative des frais fixes et des dettes par rapport aux actifs réels, elle améliorait la situation des entreprises ; mais elle n'assurait aucun profit immédiat sauf pour l'actif constitué en valeurs et devises étrangères ou en valeurs réelles faciles à liquider ; elle ne garantissait pas l'avenir.

Au point de vue économique, la dévaluation ne développait ni automatiquement ni instantanément le volume des exportations. Elle accroissait sans doute, de la mesure même de la réduction de l'étalon monétaire, la marge bénéficiaire des entreprises travaillant pour l'étranger. Le tableau suivant le montre grossièrement :

	Avant la dévaluation	Après une dévaluation de 28 o/o (1)
Matières premières	50.000	69.500
Charges financières	10.000	10.000
Salaires	10.000	13.900
Bénéfices	5.000	20.850
Prix de vente	75.000	104.250

(1) Une dévaluation de 28 % correspond à une augmentation théorique des prix de 39 % (Cf. Chapitre suivant : *Politique monétaire*).

Mais les nouveaux profits pouvaient ne pas servir l'économie du pays si les capitaux n'étaient pas rapatriés ni utilisés dans le Royaume. La dévaluation n'était susceptible d'avoir une incidence favorable sur le marché intérieur qu'à certaines conditions. L'accroissement de protection qu'elle apportait, l'augmentation des prix de vente qu'elle permettait, pouvaient, sans précautions, n'être que temporaires et illusoires. Tant vis-à-vis de l'industrie et de l'agriculture que vis-à-vis surtout des banques, la dévaluation n'apportait ni certitude ni sécurité. Les capitaux thésaurisés ou émigrés n'étaient pas obligés de revenir s'investir dans le pays. La crise du crédit, celle des finances publiques pouvaient subsister; la marche des affaires, après une période d'excitation spéculative, n'était pas forcée de s'améliorer. Pour être efficace, la dévaluation devait répondre à certaines conditions :

Il fallait

1° Qu'elle donnât l'assurance qu'aucune nouvelle manipulation monétaire n'interviendrait ;

2° Qu'elle écartât tout danger d'inflation en maintenant les finances de l'Etat dans une situation saine ;

3° Qu'elle égalisât le niveau des prix belges à celui des prix sterlings ;

4° Qu'elle fasse cesser toute politique de déflation analogue à celle poursuivie jusqu'alors, et permit une légère augmentation des prix nationaux, différenciée d'ailleurs suivant les catégories de prix.

De l'arbitrage de toutes ces conditions, qui, à priori, pouvaient sembler contradictoires, découla le choix entre une dévaluation avec maintien de l'étalon-or et une dévaluation avec rattachement à la livre sterling.

Parmi les promoteurs de la dévaluation, beaucoup tenaient pour cette dernière méthode. M. Baudhuin, la plupart des économistes de l'Ecole de Louvain dont M. van Zeeland était le chef, la défendaient.

Elle pouvait sembler assurer pour l'avenir une plus grande stabilité des prix belges, puisqu'en liant ceux-ci aux prix sterling elle les liait du même coup aux prix mondiaux, qui depuis trois ans paraissaient établis en livres et suivaient les variations de cette devise. En cas d'une nouvelle baisse de la livre sterling qui aurait entraîné celle des prix mondiaux, elle évitait de pratiquer une nouvelle déflation encore plus néfaste aux affaires et dont pour-

rait résulter une nouvelle fuite des capitaux et une nouvelle crise de crédit. L'exemple des pays nordiques devait au surplus inciter la Belgique à suivre cette politique. Mais les inconvénients de la méthode étaient assez grands. On pouvait craindre que la dépréciation de la livre sterling ne finisse par provoquer une hausse appréciable des prix, bien qu'il fut vraisemblable que les Anglais, désirant avant tout la stabilité, ne laisseraient pas s'opérer pareille hausse, qu'ils étaient toujours à même de freiner par le retour à l'or. On pouvait surtout considérer avec inquiétude le fait que s'engageant à suivre la politique monétaire d'un autre Etat, la Belgique renonçât ainsi à son indépendance financière. Aussi quels que fussent les avantages pratiques d'un rattachement du Belga à la Livre, notamment pour la détermination du taux de sa dépréciation, M. van Zeeland, malgré l'opinion de son entourage, préféra-t-il maintenir — comme le souhaitaient les socialistes et M. De Man — la liaison de la monnaie à l'or. Soucieux de ne pas paraître abandonner les pays du bloc-or, désireux de ne pas gêner la Grande-Bretagne qui pouvait toujours espérer une nouvelle baisse de la livre sans baisse du franc belge, M. van Zeeland pensait peut-être que le rattachement à l'or et la différence de calcul de la valeur du franc belge et de la livre sterling profiteraient à l'économie du Royaume souvent concurrente de l'économie anglaise sur les marchés lointains. Il s'assurait surtout le bénéfice des mérites du système de l'étalon d'or, garantissait l'opinion contre toute nouvelle manipulation de la monnaie, encourageait le retour des capitaux émigrés et facilitait la solution de la crise de crédit. En même temps que les difficultés économiques, il dissolvait les difficultés financières.

3° *Le programme de M. van Zeeland.*

Toutefois, la dévaluation, même avec le maintien d'un rapport fixe entre la monnaie et l'or, ne pouvait prétendre régler tous les problèmes. Sans doute liquidait-elle un passé trop obéré, favorisait-elle la reprise économique et assainissait-elle la situation des banques. Mais elle était impuissante à résoudre, autrement que de façon temporaire, les graves questions que posait l'inadaptation de la structure du pays à l'évolution du monde moderne.

La dévaluation facilitait cependant, par l'essor qu'elle devait provoquer et le choc psychologique qu'elle créait, l'adoption de

certaines mesures qui, dans un autre temps, se seraient heurtées à l'opposition générale. Aussi, pour que soit retiré de l'opération l'entier profit qu'elle permettait, il apparut au Gouvernement van Zeeland qu'il était nécessaire de l'accompagner d'une politique nouvelle, dont elle créait l'occasion et dont elle constituait le point de départ. Dans la déclaration dont il fit précéder le débat sur le nouveau statut monétaire, le Premier Ministre eut soin d'insister sur le rôle secondaire de la dévaluation qui n'était « qu'un moindre mal » et sur la faculté qu'elle donnait de pratiquer une « politique générale permettant d'assurer la rénovation économique et financière de la Belgique ». « Ce qui compte essentiellement, proclamait-il, ce n'est pas ce que nous nous proposons de faire en matière monétaire, c'est le programme que nous avons conçu... ».

Ainsi, d'ailleurs, le catholique de « Quadragesimo anno » rencontrait le socialiste d'« Au delà du Marxisme » et s'assurait le concours des socialistes, dont l'aide était subordonnée à la promesse de réaliser le plan De Man. M. van Zeeland se montrait décidé à poursuivre la réorganisation du régime bancaire de la Belgique, ébauchée par M. de Broqueville, et à établir un « statut » des banques légales. Désireux de rendre obligatoire la scission des banques d'affaires et de dépôt et de faire contrôler la gestion des banques par des commissaires spéciaux, il instituait, pour assurer le bon marché de l'argent, des offices publics de crédit et d'autre part annonçait le commencement d'une politique de travaux publics et d'une politique des prix ; il créait un Office de Redressement Economique chargé d'étudier la réorientation industrielle du pays et de préparer les interventions financières de l'Etat. Enfin, il promettait une amélioration du commerce extérieur par la reprise des relations avec les Soviets et la conclusion d'accords préférentiels.

Pour assurer la mise en œuvre de toute sa politique financière et économique, M. van Zeeland demanda, le 29 mars, au Parlement de lui déléguer pendant un an le pouvoir législatif, afin de lui permettre de procéder rapidement aux réformes qu'il proposait. A la Chambre des Représentants, le Cabinet obtint le blanc-seing qu'il demandait, par 107 voix contre 54 et 12 abstentions. C'était trop peu au gré de M. van Zeeland qui voulait que chacun prit ses responsabilités, et il fut question de ne pas aller devant le Sénat. Mais cette décision, envisagée surtout par une sorte de

lassitude, ne fut pas maintenue moyennant promesse d'une majorité plus substantielle. Celle-ci fut accordée par la Chambre Haute, qui donna au Gouvernement 110 voix contre 20 et 19 abstentions.

Le 30 mars, la dévaluation était un fait acquis. Un arrêté en fixa le taux à 28 % (1) et rattacha immédiatement le franc belge à l'or. Le lundi 1^{er} avril, une politique neuve, dont la dépréciation de la monnaie était en quelque sorte le symptôme et le symbole, pouvait commencer.

Cependant, les parlementaires, vexés et déçus de devoir aussi rapidement se déjuger, n'accueillirent la dévaluation qu'à contre-cœur et, dans les premiers jours qui suivirent son vote, firent de nombreuses réticences. Le grand public ne l'accepta qu'avec un sentiment mêlé de stupeur et d'indignation, dont l'évolution de l'opinion ne faisait pas préjuger. Tous ceux qui s'étaient trompés avaient soin de présenter l'événement comme le résultat d'une conspiration diabolique. Le malaise était grand; le souvenir de la première dévaluation encore vivace; et l'on se figurait que les choses allaient se passer de la même façon. Les déclarations faites avant la dévaluation par nombre d'orateurs officiels étaient prises au sérieux et les milieux d'affaires témoignaient de réactions auxquelles on ne se serait pas attendu. A Anvers, notamment, où précédemment les idées de dévaluation semblaient être assez en faveur, l'hostilité à la nouvelle politique se révéla assez vive. M. Baudhuin (2) explique en partie cette attitude par le fait que, s'étant fiés aux assurances gouvernementales, beaucoup de commerçants et d'exportateurs négligèrent de se couvrir et subirent des pertes parfois considérables pour avoir refusé de mettre en pratique des théories qu'ils concevaient et prênaient parfois.

Quoi qu'il en fut, la réticence qui accompagna l'annonce de la dévaluation obligeait le Gouvernement à réussir rapidement l'opération pour la faire accepter. Aussi, à côté de la politique de rénovation dont ils voyaient la nécessité pour l'économie et les finances du Royaume, les Pouvoirs Publics se soucièrent-ils d'avoir une politique propre de la dévaluation. Pour que l'opération réponde à ses buts et fasse pleinement sentir ses effets, ils eurent soin de la raisonner et de la diriger.

(1) Les deux limites fixées par la loi monétaire du 29 mars étaient 25 et 30 %.

(2) « *La dévaluation du franc belge* ». Bruxelles, 1935.

CHAPITRE IV

Politique de la Dévaluation

Au moment où il prit le pouvoir, M. van Zeeland considérait la dévaluation comme une opération douloureuse mais nécessaire. Pour le Gouvernement, la réduction de l'étalon monétaire n'était pas une fin en soi, ni une recette comptable périodiquement renouvelable. Elle devait permettre, en lui servant de base et en créant le « climat » nécessaire à sa réussite, une politique dirigée de rénovation économique et financière. Elle devait réserver au pays la possibilité d'utiliser ses bonnes chances et le mettre à même de profiter sans handicap de l'essor général.

Mais, pour assurer le succès même de la dévaluation, le ministère van Zeeland estimait que celle-ci ne devait pas seulement être un décret sans lendemain pris au hasard des circonstances et selon les commodités du moment. Conduite selon des principes fermes, obéissant à une méthode rigoureuse, la dévaluation, pour porter ses fruits, lui paraissait devoir nécessairement être accompagnée d'un certain nombre de mesures, aux multiples et réciproques incidences, dont l'ensemble constituait lui-même une véritable politique.

La réduction de l'étalon monétaire fut, en Belgique, prévue, réfléchie, méthodique. Rien de hâtif, malgré des circonstances pressantes. Dans quelque domaine qu'elle s'exerce, le dessein de cette politique apparaît clairement. Son but n'était pas seulement d'utiliser la dévaluation à la liquidation d'un passé, elle cherchait à en faire le point de départ d'un avenir meilleur.

En Belgique, la technique de l'opération monétaire ne saurait être séparée des mesures d'ordre financier, économique ou psycho-

logique qui l'ont accompagnée, qu'elle a permises parfois et qui, dans une large mesure, contribuèrent à son succès.

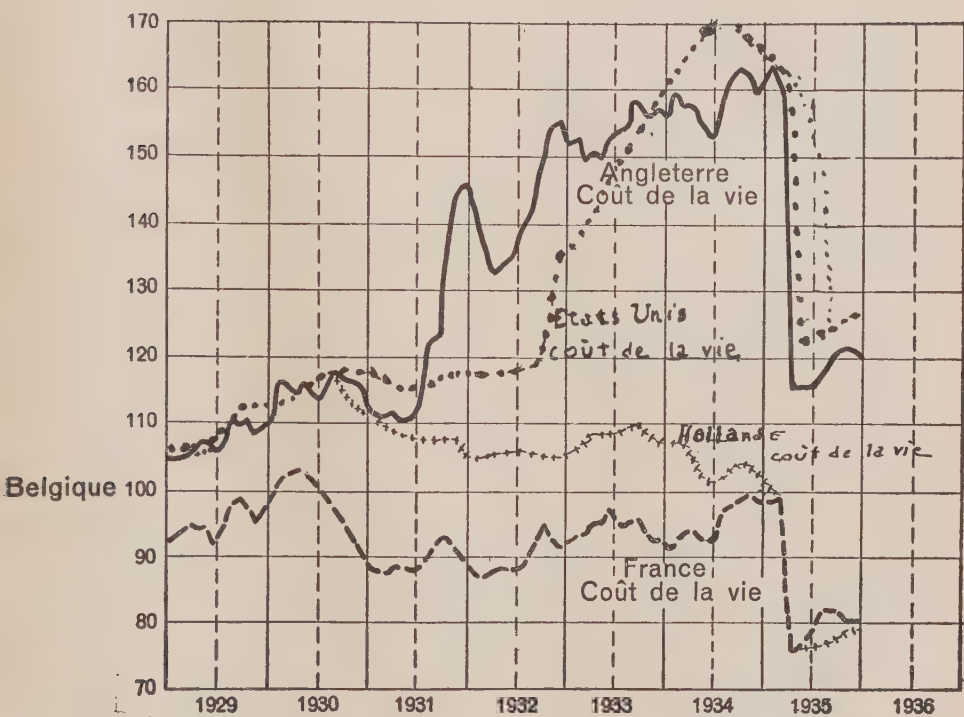
L'originalité de l'expérience belge est justement cette compréhension et cette volonté de suivre une politique propre de dévaluation. Celle-ci revêtit des aspects divers, monétaire, financier, économique et psychologique, mais qu'on ne saurait dissocier, sinon pour la commodité de l'exposition. Les mesures se caractérisent toutes par leur précision et leur portée immédiatement pratique. Elles correspondent toujours, dans quelque domaine qu'elles soient prises, à deux desseins essentiels, l'un financier, l'autre économique, répondant ainsi au double problème qui se posait au moment de l'opération monétaire.

SECTION I. — POLITIQUE MONÉTAIRE

La politique monétaire ne fut pas effectuée en fonction de la monnaie, dont la position technique était saine, mais en fonction de la situation économique et financière qu'elle devait concourir à améliorer. Elle fut dominée par deux questions essentielles, le calcul de la dépréciation et le retour à l'étalon d'or. Quelques dispositions accessoires, assez originales par le sens pratique dont elles témoignaient, précisèrent les solutions de certaines difficultés inhérentes à la réduction de l'étalon monétaire.

1° CALCUL DE LA DÉPRÉCIATION DU BELGA. — Les doctrines du professeur Gustave Cassel sur la parité des pouvoirs d'achat ont servi de base au calcul du taux de dévaluation. Le Gouvernement n'a pas voulu laisser les changes se fixer d'eux-mêmes. Il a prétendu pouvoir calculer le niveau adéquat et, s'il a consenti au début une marge de 3 %, ce ne fut pas pour laisser une certaine élasticité à la monnaie belge, mais pour se prémunir contre un nouveau glissement de la livre sterling.

Quelqu'opinion que l'on ait sur ces doctrines, fort discutables dans leur absolu, il n'est cependant pas douteux qu'elles ont trouvé en Belgique une illustration remarquable et une confirmation de fait. Les travaux de l'Institut des Sciences Economiques de Louvain, spécialement ceux de M. L.-H. Dupriez, établissaient péremptoirement que malgré les efforts faits depuis deux ans, le niveau des prix en Belgique demeurait plus élevé qu'en Angleterre et dans le reste du Monde, à l'exception de quelques pays en difficulté comme ceux du bloc-or. Les graphiques du bulletin de l'Institut le montraient à l'évidence :



Le problème posé était de ramener, par un choix judicieux du taux de dépréciation, le niveau général des prix belges à un point rendant possibles les exportations sur une base rentable, et de permettre en même temps le rééquilibrage de la structure interne des prix, disloquée par une politique de déflation incomplète et inégale.

Le choix du taux de dévaluation était délicat. Un taux trop faible n'eût pas mis les prix intérieurs au niveau des prix du bloc-sterling. Un taux trop élevé qui aurait placé les prix belges à un niveau artificiellement inférieur à celui des autres pays aurait pu entraîner un stimulant passager dont les conséquences eussent été redoutables, lorsqu'une hausse automatique des prix aurait ramené les prix belges au niveau international. Il fallait éviter une accusation de dumping des changes. Il fallait, pour empêcher que certaines hausses des prix résultant d'adaptations nécessaires ne dussent trouver une compensation dans d'autres baisses, réserver la possibilité d'une hausse modérée du niveau moyen des prix intérieurs. Enfin, l'état d'épuisement où se trouvait le pays rendait nécessaire d'accorder aux prix belges quelques pour cent de hausse supplémentaire afin d'encourager l'activité industrielle.

Bref, un taux judicieux devait, tenant compte de raisons contradictoires, avoir pour effet d'abaisser le prix de revient belge par rapport au prix de revient étranger, de permettre un équilibre entre les diverses catégories de prix, d'éviter un effort de déflation supplémentaire, d'amener une hausse rapide des prix de gros et une augmentation lente et modérée des prix de détail. Le calcul tout à fait précis du point d'équilibre était impossible. La préoccupation du Gouvernement fut de fixer ce point aussi près que possible d'une position d'équilibre, tant pour les relations extérieures que pour le fonctionnement de l'économie interne.

La méthode qui parut la plus apte à donner une estimation suffisante et qui donna en pratique les résultats espérés consista à mesurer l'ampleur de la divergence sur les prix de gros et les prix de détail, belges et étrangers, et surtout sur la disparité du pouvoir d'achat en termes du coût de la vie.

À dire vrai, les chiffres qui ressortent de la disparité entre les indices des prix de gros n'ont pas été retenus parce que les prix de gros comprennent surtout des prix d'exportation qui reflètent davantage les prix de vente et s'adaptent plus rapidement aux prix mondiaux que les autres éléments plus inertes de l'économie

nationale : salaires et coût de la vie. Le calcul de l'indice de disparité du pouvoir d'achat en termes du coût de la vie fut effectué surtout pour les pays du bloc-sterling et tint compte à la fois des variations du coût de la vie en Belgique et en Angleterre et de la dépréciation de la livre sterling par rapport à l'or.

Le calcul des disparités du pouvoir d'achat dont le Gouvernement belge s'est servi pour établir le taux de dévaluation mérite quelques explications.

Pour les pays à change stable, il suffisait de faire le rapport des données belges à celles du pays envisagé, les deux indices étant préalablement, s'il le fallait, réduits à la même période de base. Mais lorsque le pays envisagé avait un change s'écartant de la parité de la période de base, il fallait, pour rendre les indices comparables, tenir compte du pourcentage d'écart de cette parité.

Soit, par exemple, à calculer la disparité du pouvoir d'achat en termes du coût de la vie entre la Belgique et l'Angleterre pour un moment donné.

Pour la Belgique :

Soit X = l'indice du moment de comparaison considéré en se référant à la période de base des statistiques ;

Y = la valeur de l'indice lors de la période de base de la comparaison par rapport à la période de base de la statistique ;

$\frac{X}{Y} = x$, la valeur de l'indice du moment considéré par rapport à la valeur de la période de base de la comparaison.

Pour l'Angleterre, un calcul analogue donne : $\frac{X'}{Y'} = y$.

Un changement de parité du change étant intervenu, il convient de faire intervenir ce facteur :

Soit la valeur de la livre sterling au moment de la base de comparaison = a ;

Soit la valeur nouvelle de la livre sterling au moment comparé = b ;

Si la parité de la livre sterling a diminué : $a - b = c$;

Le pourcentage en moins de la livre sterling par rapport à sa

parité = $\frac{c}{a} \times 100 = d$;

La livre sterling est donc à : $100 - d$ de sa parité, soit e ;

L'indice anglais exprimé en monnaie belge est donc de : $\frac{y \times e}{100}$, soit y' ;

La disparité du pouvoir d'achat en termes du coût de la vie est donc : $\frac{x}{y'}$

Le calcul des économistes belges ne porta pas sur des prix absolus, mais se référa à des époques d'équilibre. En prenant comme base 1928 = 100, l'indice de disparité, calculé par l'Institut de

Louvain, entre les coûts de la vie belge et anglais, se trouvait à 163 en février 1935.

Mais, par suite d'une stabilisation monétaire à un taux élevé, le niveau des prix était en Angleterre, en 1928, de 20 à 25 % plus élevé que le niveau des prix belges, ces 20 ou 25 % représentant des facteurs exclusivement monétaires. La différence fut donc calculée sur la base non de 100, mais de 120. Le rapport de 160 à 120 donne une différence de 33 %, qui correspond à la nécessité de dévaluer la monnaie de 25 % (1).

La comparaison ayant eu trait aux éléments les plus rigides de l'économie traduits par le coût de la vie, l'équilibre de ces éléments pouvait sembler permettre l'adaptation par la hausse des autres éléments qui avaient souffert le plus de la dévaluation, ramène-éléments qui avaient souffert le plus de la dévaluation, ramènerait une marge bénéficiaire pour les entreprises. Mais la hausse des prix de marchandises étrangères, qui est strictement proportionnelle à la baisse de la monnaie devant se réaliser sans déflation correspondante des prix intérieurs, une marge de 3 % fut prévue à cet effet. Le taux fut fixé à 28 %.

L'exactitude du choix du taux de 28 % est d'ailleurs confirmée par l'étude du tableau suivant :

Mars 1935	Coût de la vie	Salaires	Prix de gros
<i>Pourcentage de baisse par rapport au maximum Belgique 1931-Angleterre 1930 :</i>			
Belgique	—23,05	—23,4	—44,5
Angleterre	—12,8	— 5	—25,6
Déflation supplémentaire en Belgique	—10,7	—18,4	—18,9
<i>Pourcentage d' baisse par rapport à septembre 1931 (dévaluation de la livre sterling) :</i>			
Belgique	—13,9	—17,9	—23,5
Angleterre	— 1,4	— 2,8	+ 5,2
Déflation supplémentaire en Belgique	—12,5	—15,1	—28,7

Des recoupements faciles, fondés sur l'évolution du coût de la vie, des salaires et des prix de gros en Angleterre en en Belgique, indiquent le taux de 28 % comme devant permettre à l'économie belge de retrouver son équilibre. Le fait que l'indice du coût de la vie témoigne d'une déflation supplémentaire pour la Belgique

$$(1) \frac{160}{120} = \frac{133}{100} \text{ et } \frac{33 \times 100}{133} = 25 \, \%.$$

d'environ 12 % (13,9-1,4) depuis la dévaluation de la livre sterling, en confirme notamment le choix, puisqu'au total ces 12 % et les 28 % de dévaluation donnent 40 % soit le taux de dépréciation de la livre sterling à l'égard du franc belge en mars 1935 par rapport à la parité des monnaies en 1928.

Un taux correct de dévaluation devait ramener l'indice de disparité des prix belges par rapport aux prix anglais aux environs de 120. Au mois d'avril 1935, cet indice s'est établi à 114, pour aboutir à 120 en septembre, monter légèrement à 122 en novembre, et redescendre à 120 en janvier 1936. Ces variations montrent, en fait, que l'alignement monétaire s'est effectué légèrement au-dessous de l'équilibre désiré pour permettre, pendant les premiers mois d'adaptation, le relèvement de certains prix qui avaient été particulièrement atteints par la politique de déflation. Elles apportent la preuve des événements aux prévisions des économistes. Le calcul du coefficient de dévaluation sur lequel le Gouvernement belge a porté tous ses soins s'est trouvé vérifié par la pratique.

L'établissement d'un coefficient précis a permis aux Pouvoirs Publics d'effectuer une dévaluation originale. Contrairement à la plupart des dévaluations précédentes, la dévaluation belge a pu être, grâce à son calcul exact, accompagnée d'un rattachement immédiat à l'or.

2° RETOUR A L'ÉTALON-OR. — Si, par l'arrêté royal du 31 mars 1935, le choix du taux immédiat de dévaluation fut fixé à 28 %, la loi monétaire du 30 mars 1935 qui s'appliquait aussi bien au Congo qu'à la Belgique, laissa cependant une marge d'adaptation, ne limitant la dévaluation qu'entre 25 et 30 %. Le Gouvernement belge voulait ainsi se prémunir contre une hausse des prix, une élévation des changes ou un retour trop important et trop brusque des capitaux. Il désirait également se réserver certaines facultés de manœuvre pour le jour où une conférence monétaire internationale aurait préparé une stabilisation générale. La marge ne devait pas servir seulement à des variations quotidiennes, mais réserver la possibilité d'agir à nouveau si de nouvelles circonstances modifiaient le rapport des changes.

Les caractéristiques de la nouvelle monnaie belge étaient les suivantes :

Prix du kilo d'or fin	6.638,695629 belgas
» » »	33.193,478145 francs
Un belga	0,150632 gramme d'or fin
Un franc	0,030126 » »
Franc de 1914	0,290323 » »
Franc de 1926	0,041842 » »
Franc de 1935	0,030126 » »

Sur cette base, la parité avec les principales devises-or s'établissait comme suit :

Parités anciennes en belgas en francs belges	Devises	Parités nouvelles en belgas en francs belges	Réciproques vis-à-vis du belga	Goldpoints en belgas
0,2817 B.	Fr. Français	0,39135 B.	2,555250	Ent. 38,973
1,4088 Fr.		1,95675 Fr.		Sort. 39,262
2,8908 B.	Florin P. B.	4,01508 B.	0,249061	Ent. 3,999
14,4543 Fr.		20,07451 Fr.		Sort. 4,031
1,3877 B.	Fr. Suisse	1,92736 B.	0,518843	Ent. 1,9194
6,9385 Fr.		9,63681 Fr.		Sort. 1,9368
4,2477 B.	Dollar	5,89961 B.	0,169502	Ent. 5,8388
21,2386 Fr.		29,49807 Fr.		Sort. 5,9395
1,7132 B.	Reichsmark	2,37946 B.	0,420263	Ent. 2,3696
8,5660 Fr.		11,89730 Fr.		Sort. 2,3857

Par la loi monétaire, la Banque Nationale était libérée de son obligation d'acheter et de vendre de l'or à un prix fixe. Le belga devint inconvertible.

Pour éviter une perturbation trop profonde des changes, on créa un Fonds d'Egalisation à l'exemple des organismes similaires anglais et américain. Doté jusqu'à concurrence de 1.125 millions de ressources provenant de la réévaluation de l'encaisse de la Banque Nationale, ce fonds présentait des caractéristiques propres ; son but n'était pas de réaliser des bénéfices. Masse de manœuvre occulte à la disposition du Gouvernement, il devait rendre moins apparents les mouvements de fonds et éviter une diminution de la réserve d'or du pays. Il devait également empêcher qu'un retour trop important de capitaux puisse provoquer une inflation des moyens de paiement. La création du Fonds d'Egalisation s'apparente aux mesures d'ordre psychologique. Son institution rassurait l'opinion en montrant le désir du Gouvernement de ne pas obérer la situation de l'Institut d'Emission. Mais, contrairement au Fonds Anglais dont les ressources initiales se composaient d'avoirs (1) convertissables en monnaie nationale sur le marché libre, le Fonds Belge ne permettait pas d'agir

(1) 350 millions de £ de Bons du Trésor.

directement sur le Crédit et laissait aux mouvements de capitaux les mêmes facultés qu'un système d'étalon-or.

Bien qu'en théorie, le système de l'étalon-or ne fonctionnât plus, le Gouvernement chercha, en pratique, à rattacher immédiatement le franc belge à l'or. Dès le début d'avril 1935, il élargit, puis fit très rapidement disparaître le Contrôle des Changes. La Banque Nationale reçut la consigne de maintenir en fait la nouvelle parité. Bien qu'elle n'y fût pas obligée légalement, elle exerça un contrôle sur les entrées et les sorties d'or. Les mouvements de métal précieux se conformèrent absolument aux règles du *gold point*. Sur le marché des changes, l'Institut d'Emission acheta et vendit des devises comme par le passé. Il n'y eut de restrictions que pour le marché intérieur. La Banque Nationale ne délivra plus d'or sans limitation ; elle n'en donna, dans chaque cas particulier, que sur autorisation spéciale. La restriction était faible, la Banque Nationale accordant d'ailleurs très largement ces autorisations.

Le Gouvernement s'assurait ainsi une protection contre les dangers de la spéculation et de l'inflation tout en évitant les inconvénients d'un retour trop brusque à l'étalon-or. Le Fonds d'Egalisation des Changes n'eut pas à intervenir. Son avoir resta intact, et put être transféré au Trésor, lorsque le franc belge fut rattaché officiellement à l'or.

Après un an de stabilité parfaite, le régime de l'étalon-or fut rétabli officiellement sur la base initiale d'une dépréciation de 28 %. La convertibilité des billets de la Banque Nationale fut proclamée le 31 mars 1936. Le système adopté fut celui du « Gold Bullion Standard », avec achat et vente des lingots d'or habituels de 12,500 kilos.

Le rattachement pratique de la Belgique à l'étalon-or au lendemain de la dévaluation, l'action originale de la Banque Nationale furent facilités par l'adoption même du système envisagé. L'hommage rendu à l'étalon-or donna confiance à l'opinion. Les capitaux émigrés revenant en Belgique, la monnaie n'eut plus besoin d'être défendue. Le but que se proposait M. van Zeeland le 31 mars 1935 était atteint.

Malgré l'opinion de son entourage et malgré les arguments des plus illustres promoteurs de la dévaluation, M. van Zeeland avait refusé catégoriquement le rattachement de la monnaie nationale

à la livre sterling. Bien qu'ils fussent peut-être plus importants que pour tout autre pays, les avantages que ce dernier pouvait présenter ne lui avaient pas paru décisifs. Les mérites techniques et surtout la valeur psychologique du système de l'étalon-or avaient semblé préférables. Les faits lui donnèrent raison.

Dans l'opinion du public à l'égard d'une monnaie rattachée à l'or, il y a un sentiment trop universel et trop efficace pour qu'on puisse le dédaigner. Le « préjugé de l'or » n'a pas, comme on l'a dit, été en Belgique plus fort que les « considérations économiques évidentes ». Son respect a été considéré seulement comme un facteur essentiel d'amélioration économique et financière. Les meilleurs raisonnements économiques sont ceux qui tiennent compte des facteurs humains. Les esprits forts peuvent parler de fétiches là où le commun des hommes parle encore de religion. Mais de plus en plus, en économie, l'opinion de la masse fait loi. En admettant une religion, le Gouvernement van Zeeland s'assura l'adhésion de tous ses fidèles. Le public rassuré, les capitaux nationaux ou étrangers en quête de placement affluèrent sur le marché belge. Leur abondance accrut les liquidités des banques et permit l'assainissement de leur situation. Les taux d'intérêt à court terme et long terme fléchirent. L'Etat et les collectivités locales purent convertir leurs dettes et emprunter à nouveau. En choisissant l'étalon-or, le Gouvernement van Zeeland avait pris une assurance. Il trouvait plus simple, plus efficace et moins dangereux de supprimer les fluctuations de la monnaie que de les diriger.

3° CONTRATS. — Le calcul de la dépréciation de la monnaie, le retour à l'étalon d'or constituaient des décisions de principe d'une importance capitale, mais leur application ne soulevait pas de réelles difficultés.

Au contraire, la dévaluation devait entraîner des difficultés importantes, d'ordre surtout pratique, soit lors du calcul du salaire des ouvriers frontaliers, soit pour les sommes bloquées dans les clearings, soit pour les contrats commerciaux. Les problèmes soulevés par ces questions étaient particulièrement délicats pour la Belgique, nation essentiellement commerciale et exportatrice. La manière dont ils furent résolus mérite de retenir l'attention, car peut-être dans aucun pays ils ne furent étudiés avec autant de soin. L'esprit essentiellement réaliste de cette Nation se révèle dans la plupart des mesures adoptées.

A. *Salaires des ouvriers frontaliers.* — On sait que la Belgique fournit aux différents pays qui l'entourent un nombreux contingent d'ouvriers qui ne trouvent pas à s'embaucher dans une nation surpeuplée. Pour la France seule, on estime à quelque 40.000 individus, le nombre de Belges qui se rendent quotidiennement dans ce pays pour exercer leur activité. S'il n'y eut guère de difficultés du côté hollandais, ou tout au moins si celles-ci ne furent pas mises en évidence, du côté français de nombreux incidents furent soulevés.

Quelques patrons français, arguant du prétexte de la dévaluation du belga, ne voulurent donner à leurs ouvriers qu'un nombre de francs français inférieur, correspondant au nombre de signes monétaires belges qu'ils touchaient avant la dévaluation. La légitimité de cette thèse peut se défendre, le patron étant libre de fixer le salaire comme il lui convient. Toutefois les ouvriers des régions frontalières s'estimèrent lésés et bien que le coût de la vie ne s'élevât pas, ils intervinrent auprès de leur Gouvernement qui n'aplanit qu'à grand-peine certains incidents.

Les patrons français ne modifièrent pas leur attitude et les ouvriers belges se virent accorder en francs français un salaire inférieur parfois de 20 % à celui qu'ils recevaient précédemment. Cette répercussion de la dévaluation à laquelle n'avait pensé aucun théoricien, faillit provoquer des troubles sociaux très graves, et ne put être éludée par des solutions particulières que grâce à l'autorité de M. van Zeeland et à l'intelligent dévouement des ministres socialistes.

B. *Clearings.* — Une autre difficulté à laquelle on ne fait pas souvent attention lorsque l'on étudie la dévaluation, est la répercussion de celle-ci sur la situation des clearings.

La technique d'une dévaluation devient de plus en plus compliquée. Les restrictions imposées à la circulation de la monnaie et les situations artificielles, nées de l'existence des clearings ou des accords de transfert, obligent l'Etat dévaluateur à s'entendre avec les Pays où des restrictions de change existent et à consacrer certaines injustices. Lorsque la dévaluation de la monnaie intervient entre le versement par un débiteur des sommes qui lui sont dues et leur transfert à un créancier, il en résulte la création de situations délicates qui peuvent donner lieu à des contestations et à des recours juridiques que la jurisprudence aurait d'ailleurs bien de la peine à trancher si l'Etat dévaluateur n'ob-

tenait pas l'accord des gouvernements étrangers intéressés et si, à l'égard de ses nationaux, il ne précisait sa situation. Les difficultés sont grandes. Il faut tenir compte des acheteurs et des vendeurs de chaque pays ; des susceptibilités, des habitudes et des conditions de chaque Etat. Toutefois, en Belgique, les difficultés furent réduites au minimum pour des raisons d'ordre technique.

1° La règle habituelle des clearings belges était que les transferts devaient s'effectuer dans les 48 heures ; par conséquent il y avait peu de comptes en suspens, sauf avec l'Allemagne.

2° Pour éviter les difficultés provenant de la dévaluation, la Banque Nationale refusa les versements quelques jours avant la date prévue pour celle-ci.

3° Du côté belge, les versements à la Banque Nationale devaient presque toujours s'effectuer en belgas, que la monnaie du contrat soit le belga ou non, et le belga n'avait pas de contre-partie fixée en or ou en devises, sauf avec la Hongrie ; les versements aux créanciers belges devaient donc se faire normalement en belgas quelle que soit la valeur nouvelle de ceux-ci. Le Gouvernement royal supportait la charge de la dévaluation, considérant qu'il avait fait une vente de change à terme et que la nouvelle parité monétaire devait être reconnue valable pour tout transfert.

4° La plupart des pays avec lesquels la Belgique avait des accords de clearings étaient créditeurs et le nombre de belgas mis à la disposition des créditeurs étrangers étant insuffisant pour les régler, leur paiement devenait uniquement une affaire intérieure entre la Banque Nationale des pays étrangers et les créanciers étrangers.

Toutefois restaient certains cas litigieux, notamment celui où le vendeur étranger devait être payé suivant un nombre de belgas calculé d'après leur ancienne parité et payé à leur valeur nouvelle. Des versements complémentaires pouvaient être demandés aux débiteurs belges. Le Gouvernement, résolu tout d'abord à porter ces questions devant la Cour Internationale de Justice de La Haye, estima probable la perte de l'action qu'il eût intentée et se mit d'accord avec les gouvernements étrangers pour que ceux-ci et lui-même n'intervinssent pas directement dans la

liquidation des litiges. Dans un sens comme dans l'autre, il fut recommandé aux créanciers comme aux débiteurs de se mettre en rapport et de chercher eux-mêmes une solution aux cas litigieux. Le paiement en belgas nouveaux ou en belgas anciens devint non plus une question de principe, mais une question d'espèces. Dans chaque cas, les contrats commerciaux particuliers indiquaient la solution à intervenir : si aucune réserve n'était faite, le paiement devait s'effectuer en belgas nouveaux; au contraire, si la clause-or ou la clause devise était prévue, le règlement devait se faire en belgas anciens.

La Belgique, dans les trois mois qui suivirent la dévaluation, signa des accords avec chaque pays auquel la liait une convention de clearing. Les solutions différèrent évidemment suivant chaque pays.

1° *Clearings bilatéraux ordinaires.* Le débiteur belge qui avait versé des belgas anciens comme convenu, n'eut aucun recours ; le créancier belge reçut des francs nouveaux. D'autre part, le créancier étranger reçut la même quantité de monnaie de son pays. En fait, peu de difficultés puisque tous les comptes de clearings étaient largement créditeurs et qu'ils pouvaient être payés au jour le jour. Le débiteur étranger qui avait versé sa dette en monnaie du pays évaluée à la valeur ancienne, se trouvait lésé. La restitution de la différence ne fut admise que dans des cas exceptionnels, par exemple par la Hongrie pour les versements postérieurs au 20 février 1935. Dans la plupart des cas, ce furent les banques nationales étrangères qui s'approprièrent le bénéfice de la différence.

L'accord avec la Hongrie eut d'ailleurs ceci de spécial, que le paiement étant stipulé non en belgas, mais en belgas en contrepartie d'une certaine valeur de pengöes, cette valeur fut modifiée par un accord exprès des deux gouvernements qui trouvèrent de la sorte un compromis acceptable.

2° *Clearings unilatéraux.* Pour les clearings où les pays étrangers avaient un compte à la Banque Nationale, en belgas, les différentes conventions prévoyaient l'utilisation immédiate de ce compte ; s'il n'était pas utilisé, le pays étranger n'avait qu'à s'en prendre à lui-même, et subir la perte. Il est vrai qu'en supportant cette différence, il en était réduit à acheter moins, mais la

plupart des pays étrangers, tels la Roumanie, tournèrent la difficulté en imposant une prime supplémentaire de 38 % aux vendeurs eux-mêmes.

3° *Cas du clearing où il y avait des comptes en suspens.* Le type même, presque exclusif, de ce clearing, fut celui de l'Allemagne où il se compliquait d'ailleurs d'une clause prévoyant que le débiteur devait verser la différence de change.

Les gouvernements résolurent de se désintéresser de la question et de laisser aux particuliers le soin de la régler entre eux. C'est ainsi qu'un créancier belge put agir contre un débiteur allemand si celui-ci ne lui payait pas les sommes antérieurement prévues. De même le créancier allemand put agir contre le débiteur belge. En fait, si en Allemagne, les créanciers ne réclamaient généralement pas, les créanciers belges obtinrent de leurs débiteurs allemands, souvent par procès, les versements qui leur étaient dus.

Il est à remarquer que, dans la solution des difficultés provenant des clearings, les Gouvernements, aussi bien belge qu'étrangers, ont mis leurs ressortissants en face du fait du Prince. Agissant d'autorité à leur égard, ils les laissèrent faire les frais de l'opération, trouvant que, pour leurs Etats, pertes et gains se compensaient dans leur ensemble, avec parfois des bénéfices appréciables. Certains créanciers belges intentèrent bien des procès à l'Etat, mais ils en furent toujours déboutés. L'Etat fit preuve à leur égard d'une fermeté aussi grande et même parfois plus grande que celle dont il témoigna à l'encontre des pays étrangers. Il était difficile qu'il en fût autrement, et il convient de louer le Gouvernement royal d'avoir su, en très peu de temps, donner une solution claire et positive à une question si complexe. La netteté de la position prise ne pouvait qu'être favorable à l'ensemble des échanges entre la Belgique et les pays à clearings. Celle-ci y trouvait, pour le moins, un bénéfice dans l'exécution des contrats et dans l'accélération de la cadence des règlements.

C. Contrats commerciaux. — Lors d'une dévaluation, l'application des contrats commerciaux soulève maintes difficultés que beaucoup de pays s'abstiennent de trancher, laissant à une jurisprudence coutumière, le soin d'établir une législation délicate. En

général, il n'y a de difficultés que pour les paiements stipulés sur la base de l'or, en fonction d'une clause indiciaire ou du cours d'une devise étrangère. Les contrats en monnaie nationale restent exécutoires en monnaie nationale, quelle que soit la nouvelle valeur de celle-ci lors de la date d'exécution. Le principe vaut autant pour le créancier que pour le débiteur. Les contrats d'Etat, notamment les emprunts, suivent la même règle, sauf lorsqu'ils portent une garantie de change ou qu'ils précisent le paiement des coupons en monnaie-or.

Mais, pour les contrats à clause de garantie, la question est très débattue et les solutions varient suivant les pays. En France, lors de la dévaluation de 1928, la difficulté ne fut pas tranchée par la loi. La jurisprudence n'eut d'ailleurs guère à se prononcer directement sur la question de la validité des clauses de franc-or ou d'agio. La plupart des décisions furent rendues par rapport à la clause « payable en valeur métallique » et cette clause fut généralement invalidée, comme contraire aux lois sur le cours légal et forcé des billets. Ces jugements condamnaient toutefois indirectement la clause d'agio, en déboutant généralement le requérant de sa demande subsidiaire d'agio en billets, à la place du paiement effectif en métal précieux qui avait été stipulé. Par contre, lorsque les parties avaient pris comme élément modificateur du chiffre porté au contrat, le taux d'une marchandise telle que le blé, ou les variations d'un index économique, ces clauses furent acceptées. La clause-or seule fut rejetée par la jurisprudence avec ce correctif toutefois que, non valable dans les contrats à règlement interne, les tribunaux l'admirent lorsque la question devenait par quelque côté internationale, soit que le paiement doive intervenir à l'étranger, soit que le débiteur soit de nationalité étrangère, et qu'ils étendirent sa validité à tout litige se rapportant à une opération de commerce international.

Dans les autres pays de droit latin, en Italie par exemple, la jurisprudence admet généralement l'efficacité de toutes clauses de garantie contre la dépréciation des billets de banque. Dans les pays de droit germanique, les solutions sont plus différenciées. La jurisprudence allemande annule, comme la jurisprudence française, la clause de paiement en espèces d'or, mais les clauses de paiement sur la base de l'or, de devises étrangères ou de marchandises, ont été unanimement reconnues. Il en est de même pour la ville libre de Dantzig et pour l'Autriche. Dans ces trois

pays, les clauses sont valables, aussi bien pour les règlements internes que pour les paiements extérieurs et cela, malgré des mesures très sévères de contrôle des changes.

Dans les pays de common-law, en Angleterre et aux Etats-Unis, la question ne semble pas définitivement tranchée. En Angleterre, toutefois, la clause-or paraît devoir être admise sans restriction; elle est généralement assimilée à l'adoption d'une monnaie de compte. Aux Etats-Unis au contraire, la clause-or a été abrogée d'autorité dans les obligations tant publiques que privées. La Cour Suprême, par un arrêté du 18 février 1935, atténua en principe, la portée de cette décision, mais, en pratique, laissa les personnes lésées sans recours. La prohibition aux Etats-Unis de la clause de garantie semble d'ailleurs pouvoir s'expliquer par certains caractères particuliers de l'économie américaine, endettement général, pourcentage extrêmement élevé des contrats munis de clause-or, qualité de pur style de cette clause.

Dans les autres pays, la clause-or subit un sort divers suivant la situation financière de chacun. En Grèce et en Roumanie elle fut repoussée; en Egypte, elle fut acceptée seulement pour les contrats présentant un caractère international; en Pologne et en Turquie, elle fut admise sans condition.

En 1935, l'appréciation générale du droit européen était favorable à la clause-or et aux autres clauses contractuelles de garantie contre la dépréciation monétaire, mais partout la question de la clause-or avait été réglée par la jurisprudence et non par la loi.

Le mérite du Gouvernement belge fut de fixer très nettement sa position par l'arrêté royal du 11 avril 1935 qui, évitant toute confusion, permit de limiter les procès. Lors de la première dévaluation du franc en 1926, le droit belge, tout en respectant le principe de la liberté des conventions, là où les volontés des parties s'étaient délibérément exprimées (clauses de garantie ou d'agio) avait repoussé cependant les clauses en opposition formelle avec le cours forcé (clause-or espèces) et avait refusé d'y voir, à défaut de stipulation expresse dans ce sens, un mécanisme contractuel de garantie contre la dépréciation monétaire permettant au moins l'octroi accessoire d'un agio. Aucune distinction n'avait été faite entre les paiements intérieurs et extérieurs.

L'arrêté royal du 11 avril 1935 s'inspire des mêmes principes

mais fait entre les contrats une discrimination en quelque sorte sociale.

1° Dans tous les contrats de location d'immeubles, d'amphithéâtre ou de prêt, conclus antérieurement au 31 mars 1935 et munis d'une clause valeur-or ou agio (clause de garantie par référence à une monnaie étrangère), ces clauses restent sans effet.

2° L'arrêté ne s'applique pas aux contrats qui sont régis par une loi étrangère.

3° Il ne modifie aucune des obligations résultant d'emprunts conclus ou garantis par l'Etat, les Provinces ou les Communes. C'était là un point capital.

4° La valeur de la clause-or, devise, ou indiciaire, reste valable pour toutes les autres conventions : marchés commerciaux, ventes à tempérament, contrats d'assurances, etc.

Deux remarques s'imposent :

a) Même dans les contrats visés par l'arrêté, dont les dispositions sont limitatives, la clause-or demeure maintenue en principe ; elle reste valable pour le passé, elle peut être insérée dans les contrats à venir. Seuls les contrats en cours sont visés.

b) L'arrêté ne vise que la clause-or ; il ne touche pas aux autres clauses de garantie qui tendent à se prémunir contre la baisse de la devise nationale par référence à un critère économique et non monétaire, variation de l'index number ou variation du cours d'une marchandise, paiements en nature ou en devises étrangères, option de paiement en monnaie nationale ou en monnaie étrangère.

Pour justifier ces dispositions, le Gouvernement prétendit que la clause-or était une clause de pur style ; que le maintien de cette clause dans les trois cas visés par l'arrêté aurait imposé une charge écrasante pour les locataires et les emprunteurs, sans proportion avec l'avantage qu'ils retireraient du contrat ; que les débiteurs se seraient trouvés dans l'impossibilité d'exécuter leurs obligations et que de ce fait aurait été, au détriment de tous, gravement compromise l'œuvre de redressement économique ; enfin, que le maintien de ces clauses aurait provoqué une forte hausse des prix par suite de l'obligation des industriels et des

commerçants d'élever leurs prix de revient, dans la mesure où leurs obligations augmenteraient.

A dire vrai, il semble que la seule préoccupation du Gouvernement ait été, en dehors de considérations certainement sociales, la poursuite d'un but essentiellement économique. Il désira faciliter la diminution des charges fixes imposées aux commerçants ou aux industriels et favoriser l'accroissement des marges bénéficiaires.

Avant de s'arrêter à ces mesures, le Gouvernement avait envisagé deux solutions transactionnelles, qu'il exposa dans un rapport au Roi.

1° La possibilité pour le créancier de demander au juge une augmentation des prestations du débiteur, lorsqu'il prouverait qu'en raison de la clause-or ou de change, il avait consenti à celui-ci un contrat plus avantageux que les contrats conclus à cette époque, sans cette clause.

2° La substitution à la clause-or, d'une clause-index.

Aucune ne fut retenue.

En accordant des privilèges à certaines catégories de débiteurs, les Pouvoirs Publics portaient (1) gravement atteinte au principe de la liberté des conventions, mais assuraient de façon évidente la validité générale de la clause-or, le texte de l'arrêté n'ayant qu'une portée restrictive. Il n'y avait plus lieu de distinguer, dans un contrat commercial avec clause-or ou de change, si le paiement devait s'effectuer entre Belges ou entre Belges et étrangers, si les obligations relatives au paiement étaient régies par une loi nationale ou étrangère. En vertu de l'article 1.147 du Code Civil Belge, le créancier était d'ailleurs en droit d'exiger de son débiteur, à titre de dommages et intérêts, la réparation du préjudice causé par la dévaluation, au cas où il s'agissait d'une somme exigible à une date antérieure à celle-ci, que le débiteur ait été mis en demeure de payer à cette époque, et que le retard dans le paiement ait été de sa faute.

Complétant l'arrêté du 11 avril, la loi du 29 avril 1935 édicta des dispositions nouvelles, très claires, pour régler les effets de la

(1) Il eut été plus simple et de meilleure politique, semble-t-il, de maintenir la clause, tout en suspendant plus ou moins ses effets à titre provisoire.

dévaluation monétaire sur les obligations nées antérieurement à celle-ci et qui se traduisaient par une indemnité ou des dommages et intérêts à évaluer postérieurement au 30 mars 1935. Le champ d'application de la loi du 29 avril fut extrêmement étendu ; elle régla toutes les évaluations d'indemnités ou de dommages et intérêts, que ceux-ci proviennent de l'inexécution d'un contrat, d'un délit ou d'un quasi-délit.

Alors qu'en matière de bail ou de prêt, l'arrêté du 11 avril inflige la perte au créancier, la loi du 29 avril applique une solution inverse et cherche à mettre le créancier dans la situation dont il aurait bénéficié si la dévaluation ne s'était pas produite.

Toutefois, comme il ne convenait pas que dans le calcul des indemnités d'expropriation, de dommages et intérêts, les créanciers fussent avantagés, on ne tint pas compte de la valeur de la monnaie exprimée par sa teneur en or, mais de sa valeur économique exprimée en pouvoir d'achat. L'indemnité ne devant pas produire un enrichissement sans cause, les majorations de créance ne furent pas proportionnées exactement ni indistinctement à la dépréciation du belga. Elles ne furent versées que si dans le domaine envisagé on put établir que le pouvoir d'achat effectif avait été réduit par la dévaluation, et leur calcul s'apprécia à la mesure de cette réduction. La loi chercha donc à donner, non une solution de justice — puisque la majoration n'était pas proportionnelle à la dévaluation monétaire — mais une solution d'équité, puisque l'indemnité devait permettre les mêmes achats. Elle mit en évidence l'idée essentielle, fort bien comprise du Gouvernement belge, que, dans une dévaluation, la perte de revenu ou de capital ne s'apprécie pas d'après la diminution intrinsèque de la valeur de la monnaie, mais par rapport au nouveau pouvoir d'achat de celle-ci.



Se caractérisant par sa méthode et son souci des détails, la politique monétaire du Gouvernement belge apparaît comme un tout cohérent, très clair et très simple. L'absence de tâtonnements, la rapidité de décision furent remarquables. Les mesures prises, par leur nature pratique et catégorique, influencèrent favorablement l'opinion qui crut immédiatement au caractère définitif de la situation et ne discuta plus la monnaie.

SECTION II. — POLITIQUE FINANCIERE

Pour donner l'impression de la stabilité définitive de la monnaie, le Gouvernement voulut également écarter tout danger d'inflation de sa politique financière, en utilisant judicieusement le bénéfice qu'il retira de la réévaluation de l'encaisse de la Banque Nationale, en gérant prudemment les finances publiques et en contrôlant de façon plus stricte les finances privées.

1° UTILISATION DE LA PLUS-VALUE DE L'ENCAISSE-OR DE LA BANQUE NATIONALE. — La dévaluation avait eu comme effet, peut-être secondaire, mais très important au point de vue des finances publiques, la réévaluation en francs dépréciés de l'encaisse de la Banque Nationale. Le bénéfice qui en résulta, appartenant de droit aux porteurs de billets, fut mis logiquement à la disposition de l'Etat. Le Trésor se vit attribuer, sur la base d'une dévaluation définitive de 28 %, environ 4.350 millions (1) utilisés de la manière suivante :

A. Remboursements :

Part du Grand-Duché de Luxembourg dans le produit de la réévaluation	133 millions
Remboursement d'une partie de la dette de l'Etat à la Banque Nationale	345 millions
Remboursement d'un emprunt de 15 millions de florins	300 millions

B. Prêts :

A l'Office du Crédit hypothécaire	50 millions
A la Société Nationale des Chemins de fer	280 millions
Aux Communes et Collectivités locales	17 millions

C. Prélèvements budgétaires 100 millions

D. Affectations spéciales et temporaires :

Fonds d'Egalisation des Changes	1.125 millions
Fonds de Régularisation des Rentes	1.000 millions
Reste disponible	1.000 millions

Cette distribution appelle les remarques suivantes :

a) A part le prélèvement budgétaire de 100 millions, les affectations ne représentent pas de dépenses nouvelles, mais plutôt le remboursement de dettes. L'Etat ne fait pas de folies.

b) Les dettes remboursées, le solde reçoit trois destinations principales : une partie est utilisée à défendre la monnaie ; une

(1) Stock de métal précieux à la veille de la dévaluation : 11.100 millions.

autre à réaliser la politique de déflation financière en facilitant la conversion des rentes ; une troisième enfin, de près d'un milliard, est mise à la disposition de l'Office de Redressement Economique, pour permettre à celui-ci d'engager certains travaux.

L'utilisation de la plus-value de l'encaisse n'est pas laissée à la libre disposition des Pouvoirs Publics. La gestion en est confiée à des organismes particuliers ou au Gouvernement, et le Parlement n'en contrôle pas l'emploi. L'affectation spéciale élimine tout danger de répartition trop précipitée ou trop généreuse.

c) L'utilisation de la plus-value présente un caractère momentané.

Le fonds de réévaluation est utilisé chaque fois qu'un effort financier massif, mais transitoire, peut faire réussir une manœuvre difficile : action du Fonds d'Egalisation des Changes au lendemain de la dévaluation, action du Fonds de Régularisation des Rentes au moment de la conversion. La plus-value n'est pas engagée définitivement, mais provisoirement, et peu à peu reconstituée. Après quelques mois, elle doit former, en sa presque totalité, une masse de manœuvre dont le Gouvernement pourra disposer à son gré pour rythmer l'essor économique.

d) L'utilisation de la plus-value est progressive et modelée sur l'évolution économique.

Au début, le Gouvernement engage ses réserves pour faciliter l'amélioration immédiate de l'économie, puis il diminue ses interventions au fur et à mesure du retour à la prospérité.

Une masse de manœuvre d'environ trois milliards reconstituée, après utilisation provisoire mais effective des sommes attribuées aux différents fonds, le Gouvernement suivit la même politique. Pour assurer une souple gestion des crédits, il n'affecta pas ceux-ci au budget ordinaire ou au budget extraordinaire, mais les confia à un organisme spécial dépendant de la présidence du Conseil, l'Office de Redressement Economique. Cet office établit un plan de travaux s'étendant jusqu'à la fin de 1938, en les dispersant d'ailleurs le plus possible, passa certaines commandes, dispensa des prêts et des avances, mais ne procéda qu'à peu d'engagements pour éviter toute inflation et garder une réserve au cas d'un fléchissement ultérieur de l'activité économique. Il ne perdit pas de vue la nécessité de garder toujours intacte la plus grande partie

des sommes qui lui avaient été confiées, et, au fur et à mesure, remplaça les crédits distribués par de nouveaux emprunts. La relève de la masse de manœuvre par l'emprunt intérieur provoquait une certaine déflation et permettait d'éviter les dangers d'une reprise trop brusque ou trop importante.

La plus-value a donc servi, en Belgique, à dispenser l'Etat de recourir à l'emprunt — mode normal du financement des budgets extraordinaires — jusqu'à ce que les circonstances se révèlent favorables. Au début, elle fut un facteur d'assainissement et un stimulant ; par la suite, elle favorisa indirectement une déflation raisonnée. Au bref, elle permit à l'Etat de faire des avances récupérables ou de l'escompte, un peu comme le pratique une banque d'émission ordinaire, et de s'engager dans une politique délibérée d'open market policy.

L'utilisation prudente de la plus-value accroissait le pouvoir d'achat de la nation. Le remboursement des dettes intérieures et même des dettes extérieures dans la mesure où les nationaux étaient les véritables créanciers, les dépenses résultant des grands travaux, la diminution du chômage, rétablissaient d'une façon permanente le circuit des échanges à un volume supérieur. Mais tout danger d'inflation était évité, puisqu'aux dépenses ordinaires de l'Etat n'étaient pas affectés de nouveaux crédits. Le Gouvernement écarta cette faute, soutenant que si la dévaluation était nécessaire à l'assainissement financier du pays, le redressement des finances publiques par la seule dévaluation et non par l'amélioration de l'économie était une erreur. En répudiant ainsi certaines théories, il précisait d'ailleurs heureusement la portée du dilemme : dévaluation monétaire, déflation budgétaire. Le budget ordinaire ne profita que d'une centaine de millions provenant de la réévaluation de l'encaisse de la Banque Nationale et de 322 millions tirés de la réévaluation des avoirs-or du Trésor. Ces sommes furent affectées au budget en cours de 1935 en compensation des moins-values du premier trimestre.

La leçon à tirer de l'utilisation de la plus-value de l'encaisse-or se dégage d'elle-même. Le Gouvernement belge n'a pas profité de la facilité qu'elle offrait pour les premiers temps du nouveau régime. Des avances modérées ont été faites au Trésor, qui ont été remboursées après un délai normal d'escompte. Un certain pouvoir d'achat a été donné, mais il a été repris avant qu'il ait pu avoir une influence nocive sur l'économie nationale. Les bilans

de la Banque Nationale ne firent à aucun moment ressortir une anormale circulation de monnaie.

L'expérience belge met en lumière que, si la plus-value de la réévaluation ne doit pas donner de facilités budgétaires, elle est d'un grand secours pour des opérations momentanées ou pour une prudente expansion des crédits. La circulation de quelques millions supplémentaires résultant surtout du remboursement de certaines dettes paraît une manœuvre heureuse. Une certaine « reflation » ne peut qu'être profitable après une longue période de déflation, lorsqu'on garde le pied sur le frein et que l'on se réserve la possibilité d'arrêter l'expansion aussitôt que les signes de désordre, emballement des affaires, hausse anormale des prix, apparaissent.

Le Gouvernement Royal a voulu et su éviter toute inflation. Ce souci se marque dans les conventions passées les 4 et 19 avril 1935 entre l'Institut d'Emission et l'Etat. Aux termes de ces conventions, qui attribuèrent la plus-value de l'encaisse métallique à l'Etat, le Gouvernement reprit pour le compte de celui-ci le montant des billets de 50 francs émis par la Banque Nationale et s'élevant à 525 millions. Par cette opération, l'Etat remboursait à la Banque 870 millions compte tenu du prélèvement de 345 millions fait sur la réévaluation de l'encaisse. La dette de l'Etat vis-à-vis de la Banque passait de 1.370 millions à 500 millions, dette sans intérêts, remboursable à la liquidation de la Banque et à l'expiration de son privilège. Les billets de 50 francs devaient être progressivement remplacés par une monnaie divisionnaire. Mais certaines dispositions étaient prises pour éviter tout danger d'inflation. Une limite, 1.500 millions, était fixée à la circulation de la monnaie divisionnaire, dont le montant à l'époque, se chiffrait à près de 1.200 millions. L'encaisse de la Banque Nationale de Belgique ne devait pas contenir plus de 350 millions de monnaie divisionnaire (1) circulant pour le compte de l'Etat. La reprise par l'Etat des billets de 50 francs qui, effectuée d'autre façon, aurait pu provoquer quelque inflation, constitua donc plutôt une nouvelle mesure de déflation et renforça au bénéfice de la sécurité monétaire, la position de l'Institut d'Emission.

(1) Les billets de 50 francs circulant actuellement peuvent être considérés comme une monnaie virtuellement divisionnaire, la substitution du billet à l'espèce métallique ne changeant pas la nature de cette monnaie.

2° LES FINANCES PUBLIQUES. — Le souci d'éviter toute inflation, de provoquer sans doute un léger accroissement du pouvoir d'achat, mais cependant de pratiquer une certaine déflation, qui se marqua dans l'utilisation de la plus-value de l'encaisse de la Banque Nationale, se révèle de façon encore plus frappante dans d'autres mesures prises par le Gouvernement belge dans le domaine des finances publiques.

Le ministère van Zeeland partait de deux idées ; il considérait tout d'abord que, pour la réussite de la dévaluation et l'amélioration de la situation économique, un budget strictement équilibré était nécessaire ; il estimait ensuite que l'équilibre budgétaire ne pouvait être atteint de façon durable par le seul moyen de la dévaluation. Il ne tenait pas la réévaluation de l'encaisse de la Banque Nationale pour une recette comptable habituelle et ne jugeait pas la plus-value à attendre des recettes assez certaine et assez importante pour effectuer à son crédit de nouvelles dépenses. Tant pour l'achèvement de l'exercice 1935 que pour le budget de 1936, le Gouvernement chercha l'équilibre dans un ajustement meilleur et immédiat des recettes et des dépenses, tout en essayant, d'ailleurs, de diminuer pour le contribuable la charge de certains impôts.

L'effort des Pouvoirs Publics porta surtout sur la réduction des crédits. Celle-ci résulta le plus souvent d'un défaut d'adaptation des charges de l'Etat à la dépréciation de la monnaie. Les dépenses de personnel ne furent ni immédiatement, ni fortement augmentées. Le traitement des fonctionnaires de l'Etat et des Collectivités locales ne fut majoré (1) que de 5,55 % au mois d'octobre 1935. La seconde augmentation prévue pour la fin de l'année fut reportée au 31 mars. Les pensions d'ancienneté et d'invalidité furent élevées dans la même proportion (2). Mais on ne toucha pas aux pensions de vieillesse. Malgré la hausse des prix, les dépenses de matériel ne s'accrurent que de 108 millions. Les dépenses d'entretien, les dotations et les subventions diverses n'augmentèrent que dans une minime proportion. Le 26 octobre 1935, M. van Zeeland se félicitait publiquement d'avoir réduit le plus possible, dans une mesure atteignant parfois 10 %, les prévisions compressives des différents ministères.

(1) Accroissement des charges de l'Etat : 15 millions, compte tenu de l'augmentation des cadres, nécessitée par la création de nouveaux offices et l'ingérence plus grande de l'Etat dans la vie économique.

(2) Accroissement des charges de l'Etat : 8 millions.

L'essentiel de la politique de déflation budgétaire consista dans la *conversion des rentes*. Cette opération sort peut-être du cadre strict d'une politique de dévaluation. Toutefois elle lui est liée intimement. Les circonstances dans lesquelles elle fut réalisée, ses modalités mêmes, la rendent inséparable de la politique monétaire.

La conversion (1) ne put réussir que grâce à la dévaluation. Dans sa préparation, l'action du Fonds de Régularisation des Rentes, créé par la dévaluation, fut prépondérante. En jouant habilement avec lui, le Gouvernement put faire descendre le taux de capitalisation de 6 et 7 % à 3,75, 4 ou 5 % suivant les titres, tout en permettant aux porteurs de rentes qui se croyaient lésés par l'opération monétaire, de se dégager à un cours intéressant. D'autre part, le retour des capitaux thésaurisés ou placés à l'étranger faisait escompter le succès de la conversion. La politique prudente et rigoureuse du Gouvernement, la décision même de convertir, donnaient confiance au public et facilitaient la souscription du nouvel emprunt. La crainte d'une réduction prochaine de l'étalon monétaire était disparue, les pertes importantes déjà subies par les porteurs de rente permettaient la demande d'un nouveau et minime sacrifice, qui serait le dernier. Bref, la dévaluation rendait l'ambiance favorable.

Mais, pour être efficace, la conversion, juridiquement facultative, devait être financièrement obligatoire. Le Gouvernement résolut le problème en accordant des avantages aux nouveaux titres et en défavorisant les anciens. En même temps que la conversion, on rechercha d'ailleurs l'unification des titres de rente très divers en Belgique. Ceux qui acceptèrent la conversion reçurent des titres de rente unifiée 4 %, classés en deux séries suivant un décalage d'amortissement, exempts d'impôts et amortissables par achats en Bourse, en quarante ans à partir de 1938. Comme prime, ils obtenaient en outre, sous forme de titres supplémentaires, une bonification atteignant en principe 5 % du capital investi, ce qui représentait une différence d'intérêt de 1 % pendant cinq ans. Les nouveaux titres étaient émis à 97 francs et repris au pair pour le paiement des droits de succession. Les récalcitrants ne se voyaient pas imposer le remboursement ; ils pouvaient conserver

(1) Arrêté royal du 11 mai 1935.

leurs anciens titres, mais devaient en réclamer personnellement l'estampillage. Leurs obligations n'étaient plus cotées aux bourses officielles, ni acceptées comme cautionnement ou comme garantie d'avances consenties par les organismes publics. En fait, le choix n'était pas libre.

Pour atténuer l'immoralité de l'opération, le Gouvernement présenta des arguments tels que l'intérêt général du pays, l'infériorité de la perte sur les rentes pendant les dernières années par rapport à celle subie sur les autres titres, l'avantage exceptionnel dont avaient bénéficié les rentiers au cours de la période de déflation. On alla même jusqu'à prétendre que les emprunts d'Etat n'auraient jamais dû porter un intérêt fixe, mais un intérêt variable suivant une clause indiciaire et que la diminution du taux d'intérêt par la conversion ne pouvait compenser les bénéfices préalablement réalisés.

La conversion des titres (1) d'Etat, suivie d'une conversion (2) de quelque 15 milliards d'emprunts coloniaux, provinciaux et communaux, porta sur un capital nominal de près de 25 milliards dont 106 millions à peine ne furent pas convertis. Elle représenta pour le budget de 1936 une économie de 716 millions. Constituant d'ailleurs un exemple pour tout le pays, cette opération facilitait non seulement l'équilibre budgétaire, mais la diminution du taux de l'intérêt pour tous les prix du capital. Elle aboutit, vu son importance, à une réglementation pratique sinon légale du taux d'intérêt sur le marché intérieur et permit à de nombreuses entreprises privées de convertir ou d'émettre des obligations à des taux sensiblement réduits de l'ordre de 5 à 6 %. Elle donna confiance à l'étranger et permit au mois de février 1936, la conversion d'une importante partie de la dette extérieure (3) par l'émission à 98 1/2 et 98 en Angleterre, en Hollande et en Suède, d'emprunts 4 % pour plus de 8 millions de livres sterlings et de 20 millions de couronnes.

Le succès de la conversion fut assuré par le Fonds de Régularisation des Rentes. Au début cependant, les interventions de celui-ci ne furent guère efficaces. Insuffisant pour faire face à des

(1) Toutes émissions d'emprunts intérieurs, y compris les emprunts à lots et actions de Chemins de fer, (tranche belge) dont l'intérêt nominal dépassait 4 %.

(2) Loi du 17 décembre 1935.

(3) Emprunt 7 % 1926, de stabilisation — tranches étrangères non encore nationalisées : 2.033 millions.

réalisations massives, il n'empêcha pas la rente nouvelle de glisser à 92 et même 91,50 ; mais, dès le début de l'automne, il put céder progressivement le papier qu'il avait acquis, tout en laissant monter régulièrement les cours jusqu'à 97 (1) en mars 1936. Le succès de la conversion était assuré. La masse de manœuvre affectée au Fonds fut reconstituée et celui-ci réalisa même des bénéfices. La preuve était faite qu'un fonds des rentes peut maintenir le cours des obligations d'Etat dans des limites étroites, malgré les à-coups de la spéculation et les répercussions de la vie économique.

Il est à remarquer d'ailleurs que le Fonds des Rentes servit une politique judicieuse d'open market. Les achats du mois de juin permirent aux capitaux qu'ils mettaient en circulation d'entretenir une certaine activité et favorisèrent la soudure entre le « boom » immédiat consécutif à la dévaluation et le moment où celle-ci put produire ses effets profonds. Les ventes d'automne créèrent une déflation fort utile quand l'afflux des capitaux fit craindre une reprise trop brusque des affaires.

Le souci de déflation, qui caractérisa la politique financière du Gouvernement, et dont les résultats furent si heureux, se marqua également dans la volonté des Pouvoirs Publics de réduire la charge des impôts. Bien que les mesures prises, à dire vrai peu nombreuses, se fussent inspirées de considérations plus psychologiques que techniques, on ne saurait nier leur désir de trouver l'équilibre du budget sinon à un niveau inférieur, du moins à un niveau moins lourd pour le contribuable. La préoccupation d'éviter tout déficit et même d'assurer un solde bénéficiaire pour les exercices ultérieurs rendait forcément leurs initiatives prudentes. Néanmoins, certains droits de licence furent supprimés, des droits de douane et des taxes de transmission, réduits. L'impôt foncier fut ramené de 7 à 5 % ; la somme des dégrèvements se chiffra par environ 270 millions sur un budget total de l'ordre de 9 milliards.

L'orthodoxie financière du Gouvernement, facilitée par la dévaluation, ne pouvait que servir la réussite de celle-ci. En cherchant l'équilibre du budget, en provoquant l'abaissement du loyer de l'argent et en diminuant la charge de l'impôt, les Pouvoirs Publics

(1) Ce cours correspondait à un taux de capitalisation de 4,18 %.

s'assuraient le concours de facteurs précieux pour mener à bien leur politique économique et favoriser l'amélioration de la situation des Finances Privées.

3° LES FINANCES PRIVÉES. — La politique des Pouvoirs Publics, à l'égard des finances privées, ne pouvait s'inspirer des mêmes considérations que la politique budgétaire. L'inflation du Budget avait provoqué la crise des finances publiques. La déflation des finances privées, en engendrant de sérieuses difficultés, avait été pour une grande part responsable de la dévaluation.

Pour abaisser le loyer de l'argent et rendre la situation des banques plus aisée, le Gouvernement devait essayer de créer des disponibilités en autorisant une certaine inflation ou tout au moins en favorisant le retour des capitaux émigrés et la « déthésaurisation ». Une certaine inflation limitée et contrôlée pouvait améliorer la situation économique et financière du Royaume en permettant d'user de l'abondance temporaire des disponibilités, pour détendre le marché monétaire, rembourser les dettes, attendre que le développement de l'économie provoque les rentrées nécessaires au bon fonctionnement du système financier, et rende possible sa résorption. La répugnance momentanée du public pour les placements à long terme en atténuait d'ailleurs les dangers. Le retour des capitaux placés à l'extérieur ou la venue de fonds étrangers ne comportaient guère de mauvais risques, le belga n'étant pas une monnaie internationale ni de refuge habituel et son marché restant très limité. De même que la « déthésaurisation », les immigrations de capitaux pouvaient, comme la réévaluation de l'encaisse-or pour le Gouvernement, servir aux entreprises privées de moyen de « démarrage » jusqu'au moment où se reconstitueraient des ressources normales. La répétition d'anciens abus était facile à éviter par une surveillance appropriée. Aussi bien de larges disponibilités avaient-elles d'aussi heureuses conséquences sur le Crédit Public que sur le Crédit Privé ; elles permettaient les conversions, facilitaient l'amortissement et le remboursement des interventions de crise.

Pour favoriser le retour des capitaux et la diminution du taux d'intérêt, le Gouvernement chercha à garantir la liberté et la sécurité du marché financier. La Banque Nationale n'essaya pas d'attirer les capitaux en concédant des avantages de taux ; cette politique aurait été contraire au but cherché. Mais le Ministre des

Finances supprima très vite, bien que progressivement, les restrictions de change. Le contrôle disparut dès la seconde quinzaine d'avril. Aucune mesure ne fut édictée à l'encontre des possesseurs de devises ou de capitaux étrangers. Aucune disposition susceptible d'être interprétée comme le prélude d'une taxation nouvelle ne fut envisagée. Le Gouvernement belge s'opposa aux observations parfois assez vives de certains Etats qui désiraient connaître le montant des capitaux envoyés par leurs nationaux en Belgique. L'Administration refusa de dévoiler ce qu'elle considérait comme un secret d'ordre privé. Un laisser-faire complet assura la plus entière liberté.

Les capitaux furent protégés par un ensemble de mesures qui soumirent l'activité des banques au contrôle parfois assez strict de l'Etat et rendirent celui-ci en quelque sorte responsable des errements qui auraient pu se produire. Le détail de ces mesures relève de la technique bancaire plutôt que de la politique même de la dévaluation. Elles consistent essentiellement dans l'exacte application d'anciens arrêtés édictant la séparation des banques de dépôts et des banques d'affaires. Un nouvel arrêté du 9 juillet 1935 organisa le contrôle des banques et réglementa les émissions de titres et valeurs. Par l'intermédiaire de reviseurs, une Commission Bancaire (1) surveilla la gestion de toutes les banques de dépôt à l'exception des offices publics et des entreprises financières. Les organismes privés de crédit reçurent un statut légal ; ils durent être agréés, posséder un capital propre d'un montant déterminé, respecter chacun les pourcentages fixés entre les divers postes de leur bilan par la Commission Bancaire, communiquer à la Banque Nationale une comptabilité établie selon des règles précises et communes, placer leurs réserves légales en fonds d'Etat ou en valeurs assimilées, remplacer les commissaires aux comptes par des reviseurs assermentés, agréés par la Commission Bancaire. Il leur fut interdit de se servir de leurs fonds pour exercer sur l'opinion publique une influence intéressée, de posséder des participations ou des obligations de sociétés commerciales autres que de banques, de prendre part à la gestion courante d'une société commerciale, d'assurances ou de crédit hypothécaire.

D'autre part, la Commission Bancaire reçut pour mission de

(1) Organisme autonome nommé par la Roi et dont l'entrée en fonction date du 1^{er} septembre 1935.

coordonner les appels au crédit et à l'épargne se traduisant par une émission de titres au porteur et fut habilitée à interdire, après avoir fait les suggestions nécessaires pour la réduction d'échelonnement des émissions, l'exposition d'offres et la vente publique de titres et valeurs, mais seulement pendant un délai maximum de trois mois. Enfin, différents arrêtés réglementèrent l'activité des sociétés d'épargne, des sociétés hypothécaires et des sociétés d'assurances ; on dénonça certaines incompatibilités, on contrôla le démarchage et le placement.

Par ces mesures, le Gouvernement van Zeeland complétait l'œuvre des Ministres de Broqueville et Theunis ; il s'assurait, sinon par leur efficacité intrinsèque, du moins par leurs répercussions psychologiques, la confiance des capitalistes, certains d'autre part de la stabilité définitive du belga. Le Gouvernement eut soin d'ailleurs, par les plus fermes déclarations, de manifester sa volonté de ne pas laisser la monnaie se déprécier à nouveau, ni les capitaux s'investir imprudemment. Une habile propagande de presse, tant en Belgique qu'à l'Etranger, chercha à persuader de la sécurité des placements. Pour attirer les détenteurs de fonds, elle mit en valeur les bénéfices retirés de la dévaluation par les entreprises belges et souligna la nécessité d'une généralisation progressive de l'accroissement du profit.

En cherchant sur le marché de l'argent à rendre abondantes les disponibilités, le Gouvernement essayait surtout d'amener un fléchissement des taux d'intérêt à long terme et à court terme. Sans attendre que celui-ci résultât d'une évolution naturelle, d'abord par la conversion des rentes, puis par une convention avec l'Institut d'Emission, il tenta de provoquer d'autorité leur réduction. Le 15 mai, à la demande de M. van Zeeland, la Banque Nationale abaissa de 2,5 à 2 % le taux d'escompte des acceptations et de 3 à 2,5 % celui des promesses. Le taux hors banque fléchit immédiatement de 2,37 à 1,87 %. Le call money passa de 2,24 à 0,50 %. Au mois de juin, la Caisse Générale de Reports et de Dépôts, abaissa le taux des reports de 6,5 à 6 % pour les valeurs au comptant, et de 6 à 5,5 % pour les valeurs à terme. Le Gouvernement veillait d'ailleurs à ce que les arrêtés pris par le Ministère Theunis, au sujet de l'intérêt des prêts commerciaux et civils, fussent strictement respectés.

Dans le même esprit, malgré le désir d'éviter toute inflation, les

Pouvoirs Publics continuèrent, par l'intermédiaire des offices bancaires d'Etat, d'apporter une aide précieuse aux entreprises défailtantes et consentirent de nouveaux crédits. Mais ceux-ci, à dire vrai peu importants, puisque l'accroissement des engagements de l'Etat au cours du dernier trimestre de 1935 ne dépassa pas 100 millions, furent en général judicieusement utilisés pour assainir des situations obérées. Aucun risque d'inflation ne fut à craindre, et, le 31 mars 1936, la création de l'Office de Liquidation des Interventions de Crise, mit un terme à ces opérations.

Enfin, pour répondre à certains besoins de crédit auxquels les banques ne pouvaient plus faire face sans affaiblir leur position, et afin de permettre en tout temps la mobilisation des avoirs, qui en raison de leur caractère, de leur forme et de leur durée, n'étaient pas réescomptables à l'Institut d'Emission, le Gouvernement étendit les possibilités de crédit de la Société Nationale de Crédit à l'Industrie, en facilitant la constitution des garanties apportées par les sociétés privées, industrielles, agricoles ou commerciales, et, le 13 juin 1935, créa l'Institut de Réescompte et de Garantie.

Cet organisme, d'un capital de 200 millions de francs souscrits par les banques agréées par le Ministère des Finances, voyait ses engagements garantis par l'Etat vis-à-vis des tiers jusqu'à concurrence de 2 milliards de francs. Moyennant un taux d'intérêt au maximum supérieur de 1 % au taux d'escompte de la Banque Nationale, il reçut pour mission d'escompter ou d'acheter sur le marché, tous les effets se rapportant à des opérations industrielles, commerciales ou agricoles ; de se subroger dans toutes créances se rapportant à ces opérations ; de réescompter tous les effets escomptés ou achetés et d'en garantir la bonne fin ; d'avaliser ou d'accepter les effets de commerce. Bref, par une action s'apparentant à celle de la Banque Nationale, le nouvel organisme devait rendre les mêmes services que l'Institut d'Emission, pour toutes sortes de créances dont celui-ci ne devait pas s'occuper.

L'Institut de Réescompte et de Garantie permettait ainsi, tout en accordant des crédits nouveaux, de faciliter la liquidation des anciens prêts ; il put prendre à son compte, en les coordonnant, certaines interventions de l'Etat et substituer des crédits bancaires normaux aux opérations consenties dans des circonstances exceptionnelles. Correspondant à des besoins économiques, il répondit également à des nécessités techniques et prépara la création

de l'Office de Liquidation des Interventions de Crise, organisme de comptabilisation chargé de faire le bilan, de recouvrer ou d'amortir les pertes subies par l'Etat.

Par la création de l'Institut de Réescompte et de Garantie, l'Etat prit à son compte l'assainissement de la situation et répartit lui-même prudemment et lentement une inflation nécessaire.

Surveillant de très près l'utilisation des capitaux étrangers, canalisant en quelque sorte le potentiel d'inflation qu'ils développaient, les Pouvoirs Publics veillèrent à ce que celle-ci ne s'infiltrât pas dans l'économie. Ils la dirigèrent pour éviter que les entreprises privées ne la détournent à des fins malsaines et cherchèrent dans la mesure du possible à en retarder l'utilisation pour la rythmer ultérieurement suivant l'évolution de la conjoncture. D'abord une légère inflation indispensable dans les conditions du moment, puis une utilisation très prudente des nouvelles ressources et, sans nouvel engagement, la disparition progressive de toutes les situations artificielles, tels paraissent les points marquants de la politique financière du Ministère van Zeeland. Eu égard aux circonstances, la tendance déflationniste ou tout au moins anti-inflationniste du Gouvernement paraît remarquable. Déjà sensible dans le domaine financier, celle-ci est d'ailleurs pleinement mise en évidence par la politique suivie en matière économique.

SECTION III. — POLITIQUE ECONOMIQUE

Dans le domaine économique comme dans le domaine financier, le Gouvernement n'a pas profité de la dévaluation pour servir une politique facile d'inflation. Il s'attacha au contraire à maintenir une politique sévère pour en conserver les avantages. On ne peut parler à proprement dire de déflation, il s'agit plutôt d'une politique anti-inflationniste, essentiellement négative d'ailleurs, qui eut de fortes répercussions sur les salaires et permit au commerce intérieur et extérieur de se développer et de s'améliorer. Les mesures qu'elle provoqua constituèrent un ensemble dont les éléments divers eurent des incidences multiples et réciproques, mais qui peut être analysé et résumé sous le chef général d'une *politique des prix*.

Le problème des prix était essentiel. Trois effets devaient être recherchés : d'une part, abaisser les prix belges au niveau des

prix extérieurs et surtout des prix sterling ; d'autre part, enrayer la baisse sur le marché intérieur afin de décourager la thésaurisation et de donner un stimulant ; enfin, réparer le déséquilibre existant entre les prix de gros — facteurs des prix de vente — et les prix de détail — facteurs des prix de revient. La hausse nécessaire devait donc être modérée et différente, selon qu'il s'agissait des prix de gros ou des prix de détail.

Les adversaires de la dévaluation soutenaient que la hausse des prix serait rapide et qu'elle compenserait pratiquement l'avantage que la dévaluation donnerait sur les marchés étrangers. Il avait même été déclaré avant la dévaluation, du haut de la tribune parlementaire, que la hausse serait plus rapide qu'en 1926 parce que le public, averti cette fois de ce qui l'attendait, prendrait les devants. Pour soutenir cette thèse, on s'appuyait sur le fait qu'à une dévaluation de 28 % devait correspondre une augmentation des prix de 39 % (1).

Mais, c'était faire bon marché de l'élasticité naturelle des prix et de la souplesse des transactions commerciales. La dévaluation de 28 % ayant simplement pour effet d'éviter une déflation nouvelle de 28 %, il n'y avait logiquement aucune raison pour que l'ensemble des prix remontât dans la proportion de 40 %. Les matières premières importées n'entrant en moyenne que pour 30 % dans les prix de revient, il ne pouvait se produire qu'une augmentation directe de 12 ou de 15 % maximum par incidences successives. De plus, la concurrence étant très vive, les fournisseurs étrangers étaient amenés à consentir des sacrifices et à prendre sur eux une partie de la dévaluation, comme ils l'avaient déjà fait pour l'Angleterre en 1931. D'autre part, la hausse des prix de gros et des prix de détail devait nécessairement être différente. Les facteurs d'inertie que comportent ces derniers feraient sentir leurs effets en période de hausse comme en période de baisse des prix. Par la force des choses, le déséquilibre des prix de gros et des prix de détail devait s'atténuer. La dévaluation s'effectuant, contrairement à celle de 1926, au cours d'une dépres-

(1) Soit : N le prix en monnaie non dévaluée, A le prix en monnaie dévaluée, X le coefficient d'augmentation, il vient : $A + AX = N$, d'où $X = \frac{N - A}{A}$ Dans l'exemple de la Belgique, si l'on prend $N = 100$, $A = 100 - 28$, soit 72 : $X = \frac{100 - 72}{72}$ soit $\frac{28}{72} = 38,88 \%$.

sion économique, les commerçants belges, tenus par la concurrence, ne pouvaient appliquer un pourcentage de bénéfice identique sur leur prix de revient. Le facteur saisonnier écartait d'ailleurs le péril d'une reprise trop brusque.

Cependant, une certaine hausse des prix restait inévitable. Pour permettre l'élévation régulière et d'ailleurs souhaitable des prix de gros, de même que pour assurer aux prix de détail la meilleure efficacité de leurs facteurs de résistance, le Gouvernement résolut de pratiquer une véritable politique des prix, en contrôlant et en dirigeant la hausse qu'il ne pouvait et qu'il ne voulait, au moins dans une certaine mesure, empêcher. Il intervint directement et indirectement sur le marché belge pour mettre obstacle à des mouvements trop prompts ou trop désordonnés et transformer des réactions brutales en modifications progressives.

Directement, les Pouvoirs Publics agirent par persuasion et par contrainte.

Tout d'abord ils entreprirent une campagne de presse pour montrer l'inexactitude et l'illogisme d'une hausse automatique des prix. Des articles parurent dans des journaux et des revues de toutes nuances. Ils furent demandés à des professeurs et à des économistes connus ou même ignorés, plutôt qu'à des hommes politiques ou à des membres de chambres de commerce. Le Gouvernement pensait ainsi assurer le public de l'impartialité et de la compétence des rédacteurs. Les écrivains gouvernementaux firent remarquer que le coût plus élevé des importations ne devait se répercuter que faiblement sur le prix de vente, composé d'éléments ne subissant aucune répercussion directe de la dévaluation; ils minimisèrent la théorie du coût de remplacement en faisant ressortir que l'impulsion donnée par la dévaluation permettrait de réaliser un volume d'affaires beaucoup plus considérable, que le développement des ventes était lié au maintien des prix et qu'il diminuait d'ailleurs les frais généraux. Ils mirent en lumière le retour de la marge bénéficiaire à l'exportation et la nécessité d'attirer le touriste étranger à l'Exposition de Bruxelles par de bas prix. Enfin, ils soulignèrent l'illogisme de parler de perte de substance et la nécessité de considérer les prix non par rapport à l'or mais en fonction du pouvoir d'achat de la monnaie. Les commerçants furent d'autant plus facilement convaincus que, pour la première fois depuis trois ans, leurs affaires accusaient

un net développement dû en grande partie sans doute au « boom » inévitable qui suit chaque dévaluation.

En dehors de la campagne de presse, le Gouvernement s'attacha à la persuasion personnelle des intéressés. On profita de l'exiguïté du territoire belge. Les directeurs de grands magasins, de magasins d'alimentation, les producteurs et les commerçants notables, furent convoqués individuellement au Ministère des Affaires Economiques dans les deux mois qui suivirent la dévaluation. Les convocations étaient personnelles ; elles ne s'adressaient pas aux représentants de syndicats, mais à telle personne en particulier. Les commerçants étaient reçus longuement par le ministre ou par un haut fonctionnaire. La conversation était amicale et convaincante ; on faisait appel au sentiment patriotique de l'intéressé, on lui demandait d'aider à sauver la Belgique en facilitant le maintien des prix et du pouvoir d'achat de la monnaie. On se servait à propos des distinctions honorifiques et des situations officielles créées par l'Exposition de Bruxelles ou par l'institution des nouveaux offices d'Etat. C'est d'ailleurs auprès des représentants des grandes maisons de distribution et des coopératives que se porta l'effort principal du ministre. Pendant deux mois, les uns et les autres furent réunis chaque semaine en commission, sous la présidence du ministre. En commun, ils déterminèrent « l'action normale des prix » et arrêterent « les pourcentages de hausse ».

Le Gouvernement chercha cependant à étayer la bonne volonté des producteurs mieux que par des discours. Il prit l'engagement de leur donner, dans les accords commerciaux, des compensations qu'il se réserva de déterminer suivant le degré d'obéissance. Il procéda de la sorte notamment pour les grandes entreprises de charbon, de bois et de métaux.

La persuasion et les promesses pouvant parfois n'être pas suffisantes, les Pouvoirs Publics se donnèrent certains moyens de contrainte. Diverses lois (1), sans originalité d'ailleurs, tendirent

- (1) Loi générale du 30 juillet 1923
 Loi générale du 31 juillet 1934
 Loi du 15 mars 1935
 Loi du 30 mars 1935
 Arrêté du 6 mai 1935

} Lois générales.

- Arrêté du 4 décembre 1934
 Arrêté du 23 février 1935
 Arrêté du 1^{er} janvier 1936

} Contrôle du prix des viandes de boucherie et de charcuterie.

- Arrêtés des 27 et 28 juillet 1935.

} Contrôle des prix dans les établissements fournissant logement ou repas.

à assurer le contrôle des prix, notamment ceux de la viande de boucherie et de charcuterie, ceux des prestations fournies par les hôtels et les restaurants.

L'affichage des prix fut rendu obligatoire dans les magasins de détail, et les contrôleurs de l'index durent surveiller les prix pratiqués sur les marchés. D'autre part, le 6 mai 1935, un arrêté royal frappa de peines correctionnelles « ceux qui vendaient sur le marché national des denrées à un prix supérieur au prix normal », et ceux « qui, dans l'espoir d'une hausse prochaine, se refusaient à liquider leurs stocks ». Cet arrêté agit surtout psychologiquement par la peur qu'il entretenait dans l'esprit des intéressés. On n'eut jamais besoin de l'appliquer. Les achats anormaux ne durèrent guère qu'une dizaine de jours, et le calme revint vite, sauf dans les magasins de la frontière. Lorsque l'Union Economique, coopérative dont le siège principal est à Anvers, augmenta au début d'avril tous ses prix de 10 %, ses dirigeants furent immédiatement convoqués au ministère des Affaires Economiques : la hausse ne dura que trois jours. Une enquête des parquets généraux en 1936 démontra qu'aucune sanction ne dut être prise, sauf à Arlon, où le tribunal condamna trois laitiers à une amende de 5 francs.

L'efficacité de l'intervention gouvernementale fut renforcée d'ailleurs par un certain nombre de mesures plus détournées, mais au moins aussi opérantes. Pour éviter une hausse exagérée des prix, le ministère des Affaires Economiques joua avec les tarifs douaniers, les impôts et les contingents.

La protection douanière, assurée par des droits spécifiques inchangés, fut diminuée automatiquement par le jeu de la dévaluation, de 28 %. Elle fut atténuée également par l'application, de mai à décembre 1935, de droits *ad valorem* et autres taxes à l'importation sur des valeurs calculées d'après le taux des changes existant avant la dévaluation. Certains droits de douane et certaines taxes de licence furent réduits, notamment les droits sur les produits alimentaires tels que les fruits et le beurre. D'autres, en particulier les taxes sur les porcs, le saindoux, le blé et les viandes, furent supprimés, au moins momentanément.

Ces mesures se combinèrent d'ailleurs avec une réduction ou une suppression progressive des taxes de transmission et des droits d'accise frappant les produits agricoles ou les produits de

grande consommation, dont il fallait maintenir les prix à un niveau peu élevé pour éviter une hausse trop importante du coût de la vie : pâtes alimentaires, pommes de terre et fruits ; porcs, bœufs et moutons ; bières, tabac, huile et sucres ; électricité, tissus de bonneterie ou de soie, etc.

Le tableau suivant reprend en détail l'ensemble de ces mesures, prises la plupart dès le 13 mai 1935 à l'exception des modifications de droits d'accise survenues ultérieurement.

*Tableau des suppressions ou réductions de Droits de Douane
ou de Taxes diverses*

TAXES A L'IMPORTATION ET DROITS DE DOUANE	RÉDUCTION	SUPPRESSION
Arrêté royal du 26 avril 1935.	<i>Des droits sur : miel, gruau et semoule, abricots, pêches, poires, pommes, pruneaux, conserves de fruits.</i>	
Arrêté du 14 juin 1935.	<i>De la taxe sur : saindoux</i>	
Arrêté du 28 août 1935.	<i>De 9,50 à 6 fr. dévaluées de la taxe sur les beurres.</i>	<i>De la taxe sur : porcs.</i>
Arrêté du 29 août 1935.		<i>De la taxe sur : saindoux.</i>
Arrêté du 15 avril 1935.		<i>De la taxe sur : blé, rétablie le 18 août.</i>
Arrêté du 9 sept. 1935.		<i>Des droits sur : toutes viandes de boucherie et de charcuterie, fraîches, conservées ou congelées; rétablis le 22 décembre.</i>
TAXES DE TRANSMISSION		
Arrêtés royaux du 13 mai 1935.		
a) Produits agricoles.	<i>De la taxe sur : Levure, fruits conservés, fruits ou plantes confites, produits de la boulangerie, pâtisserie, biscuiterie, à l'exception du pain et du chocolat, confiseries de toutes espèces. Pour ces produits, d'une façon générale, la taxe passe de 9 à 5 %.</i>	<i>Des taxes sur : Pâtes alimentaires, pois, fèves, haricots, lentilles, fèves, verolles et tous autres légumineux à cosses, huiles d'olive, d'arachide et de sésame.</i>
	<i>De la taxe d'abattage sur : porcs, bœufs et moutons.</i>	
b) Produits de grande consommation.	<i>De la taxe sur : électricité, de 5 à 2,50 %.</i>	

TAXES A L'IMPORTATION ET DROITS DE DOUANE	RÉDUCTION	SUPPRESSION
	De la taxe sur : Tissus de bonneterie ou de soie, parapluies ou om- brelles, passementerie et rubans, tissus et feutres d'ameublement. De façon générale, la taxe passe de 9 à 5 %.	
	De la taxe de luxe sur : pneus.	
Arrêtés du 25 mars 1936.	De la taxe de facture : cer- taines importations par les ports belges.	
DROITS D'ACCISE		
Arrêté du 16 déc. 1935.	Bières, sucres, glucoses et	
Arrêté du 8 nov. 1935.	tabacs.	
Arrêté du 22 janv. 1936.	Huiles minérales, sucres et	
Arrêté du 29 mars 1936.	bières.	
TAXES DE LICENCE		
27 septembre 1935 et 20 février 1936.		Viandes et pommes de terre.

Quels que fussent les résultats atteints par ces réformes, les Pouvoirs Publics ne jugèrent pas celles-ci suffisantes ; ils agirent sur les prix, en manœuvrant également les contingents. Le Gouvernement fit varier leur volume suivant que les prix intérieurs menaçaient de s'élever ou tendaient à baisser. On en usa, en quelque sorte, à la manière de robinets que l'on aurait ouverts ou fermés successivement pour conserver étal le niveau d'eau d'un réservoir.

A l'importation, le Gouvernement, pour ménager la susceptibilité des producteurs belges, n'intervint pas ouvertement. S'il décréta la suspension (1) officielle ou la suppression (2) de certains contingents, il s'attacha surtout dans la pratique quotidienne à appliquer avec moins de rigueur les restrictions existantes. Il abandonna des projets de relèvement des taxes de licence et d'augmentation des contingents, qui étaient à l'examen ou sur le point d'être adoptés. Il octroya des licences plus généreusement, soit en les accordant à des firmes qui ne se trouvaient pas dans les conditions réglementaires prévues, soit en permet-

(1) Contingents suspendus : plâtre calciné, cravates, chemises, faux-cols, tulles, tissus à mailles, tissus en bonnette de soie.

(2) Contingents supprimés : viande conservée, certains verres.

tant le relèvement occulte de certains contingents, soit en facilitant l'apurement des reliquats non utilisés par les pays bénéficiaires.

A l'exportation (1), les Pouvoirs Publics agirent de façon plus manifeste. Ils cherchèrent à éviter l'appauvrissement du marché intérieur en subordonnant l'expédition à l'étranger de certains produits à une autorisation. Quelques exportations furent même contingentées, notamment celles des métaux, des cartons, des briques, des ciments et des articles de gobeletterie. Le tableau suivant donne la liste des articles qui furent l'objet de ces mesures.

Exportations soumises à licences ou contingentées

PRODUITS		Date de l'entrée en vigueur	Date de la suppression
Articles de gobeletterie	A.R.	6/4/35	
Briques	»	6/4/35	
Bicarbonate de soude	»	23/5/35	
Carbonate de soude	»	23/5/35	
Cartons	»	18/4/35	
Chaux	»	8/6/35	
Ciments	»	6/4/35	
Cuivre	»	24/4/35	
Déchets de papier	»	24/4/35	
Chiffons	»	24/4/35	
Fer	»	17/3/35	
Cristaux, verres	»	6/4/35	13/7/35
Papiers de toute espèce	»	24/4/35	
Pierres concassées	»	6/4/35	
Poteries	»	16/9/35	
Soude	»	23/5/35	
Superphosphate de chaux	»	23/5/35	
Tapis	»	6/4/35	6/6/36
Tôles	»	17/3/35	
Velours	»	24/4/35	19/9/36
Poêles	»	16/9/35	30/7/36

L'action du Gouvernement fut facilitée en Belgique par l'exiguïté du territoire. Dans un petit pays, il est relativement aisé de contrôler les industriels, de rencontrer et de persuader les intéressés.

L'intervention de l'Etat fut d'ailleurs temporaire et inégale ; importante pendant les deux premiers mois, elle se ralentit par

(1) Au Congo, certains droits de sortie ont même été édictés.

la suite. Le maintien des prix, immédiatement après la dévaluation, enlevait aux commerçants tout prétexte à une élévation brusque ou exagérée des cours. L'habitude prise, on ne songea pas à la discuter. Tout naturellement, les prix de beaucoup d'articles s'exprimèrent, en nouveaux francs, par des chiffres comparables à ceux de 1934.

Il est à remarquer que la politique de maintien des prix s'est faite en partie aux dépens de l'agriculture dont on grignota le système de défense, et du salariat dont on n'augmenta que fort peu la rémunération. Une politique de bas salaires, facilitée par la faible élévation des prix, fut jugée indispensable à la réussite de l'opération. Bien que comprenant de nombreux ministres socialistes, le Gouvernement ne craignit pas de laisser se former, entre le coût de la vie et les rémunérations, un certain déséquilibre, préjudiciable de prime abord à la classe ouvrière. On n'appliqua pas strictement le système déjà généralisé de l'échelle mobile. Prétextant que toutes les baisses justifiées par le fléchissement antérieur de l'index n'avaient pas été opérées, Pouvoirs Publics et entreprises privées n'accordèrent pas immédiatement les augmentations conventionnelles. L'index fut même parfois manipulé en fonction des variations des salaires et, à diverses reprises, on s'arrangea pour qu'il n'atteignit pas le niveau prévu pour une élévation de ceux-ci. Alors que le coût de la vie augmentait de près de 12 %, le traitement des fonctionnaires ne fut relevé que de 5,5 %. Les salaires payés par les entreprises privées ne furent majorés que dans une proportion insignifiante allant de 1 à 7 % et se chiffrant en moyenne à 4 %.

Mais dans l'idée du Gouvernement, le maintien de bas prix devait, par contre-coup, profiter en définitive à l'agriculture et au salariat plus sûrement qu'une hausse momentanée et factice de leurs revenus qui, se répercutant sur les prix, aurait nécessité des adaptations incessantes. Il devait faciliter l'accroissement des débouchés et permettre la résorption du chômage. Les faits (1) donnèrent raison au Gouvernement. S'il est difficile de fixer par des chiffres le développement de l'agriculture, cependant indéniable, des statistiques précises montrent qu'en un an le nombre des chômeurs complets ou partiels recensés diminua de 29 % environ, passant de 378.000 à 270.000.

(1) Cf., chapitres suivants.

Sur le marché intérieur, le maintien de bas prix permit à l'industrie nationale de profiter pleinement de la protection douanière qui lui fut accordée par la dévaluation ; elle facilita l'œuvre de rénovation économique voulue par M. van Zeeland. Les produits belges se substituèrent aux articles d'autres pays. Les touristes étrangers, attirés d'ailleurs par l'Exposition, vinrent plus nombreux en Belgique ; ils effectuèrent de multiples achats, et certains même se fixèrent à demeure dans le Royaume. D'ailleurs, le Gouvernement sut habilement combiner sa politique de bas prix avec une campagne déjà ancienne en faveur des produits belges. Par une action de plus en plus pressante auprès des organismes de distribution et des consommateurs, il put, grâce à la dévaluation, créer une ambiance favorable à l'acquisition préférentielle à l'intérieur du Royaume d'articles exclusivement belges.

Sur le marché extérieur, la Belgique profita également du moindre prix de revient de sa production. A dire vrai, le volume des exportations n'augmenta que peu. Le Gouvernement chercha à éviter tout « dumping » que les systèmes de protection moderne auraient rendu vain et qui eût pu provoquer des mesures de représailles des pays étrangers. Il prit même l'engagement à l'égard de certains Etats, de la France (1), de la Hollande, de la Suisse, de la Grande-Bretagne, de s'opposer à toute exportation dont le prix eût été inférieur au prix d'avant la dévaluation, de poursuivre toute infraction à cette règle et au besoin d'en contrôler l'application par l'établissement de licences à l'exportation. Mais les entreprises exportatrices purent s'adapter aux prix mondiaux tout en retrouvant une marge bénéficiaire dont les effets se firent heureusement sentir sur le marché intérieur.

Facilitée par des facteurs naturels et des circonstances particulières, complétée par des mesures d'ordre monétaire et financier, orientée vers une déflation des charges financières et un fléchissement du taux d'intérêt, la politique des prix suivie par M. van Zeeland obtint des résultats indéniables. Que l'on étudie les indices d'ensemble ou les prix séparés des marchandises, on doit constater :

(1) Accord Marchandau-van Zeeland du 6 avril 1935.

1° Une hausse inférieure au résultat mathématique de la dévaluation ;

2° Une diminution du déséquilibre des prix de gros et des prix de détail.

De mars 1935 à mars 1936, l'index (1) des prix de gros s'éleva de 26 %, passant de 464 à 578 ; celui des prix de détail progressa de 9 %, atteignant 678 contre 621 un an auparavant. Il est à noter d'ailleurs que l'indice (1) pondéré des prix de gros industriels, fait ressortir d'octobre 1934 à octobre 1935 une augmentation de 15 à 17 % d'après les indications suivantes :

Charbon	10 à 12 %
Acier	10 %
Sulfate d'ammoniaque	15 %
Ciment	20 %
Textiles	25 %

alors que l'indice pondéré des produits agricoles témoigne dans le même temps d'une élévation générale de 20 à 25 %. La hausse des produits agricoles a donc été proportionnellement plus forte que celle des autres produits.

Confrontés avec le pourcentage de hausse théorique des prix à la suite de la dévaluation, 39 %, ces chiffres prennent toute leur signification, même si l'on remarque qu'une hausse de 39 %, loin de signifier l'adaptation des prix à la monnaie dévaluée, représenterait une augmentation plus forte, puisque les charges grevant les entreprises furent diminuées par l'opération et que les salaires ne s'élevèrent que peu et lentement. Si l'on admet que les index (2) n'ont qu'une valeur indicative ou comparative et ne signifient rien par eux-mêmes, on peut relever avec soin la variation des prix de certains articles particulièrement choisis. Les mêmes constatations d'ensemble s'imposeraient, mais, ainsi qu'il appert du tableau de l'annexe VI, on s'apercevrait que certains prix, ceux du pain et de la viande, ont augmenté de près de 50 %, alors que d'autres, ceux des loyers, cinémas, restaurants, moyens de transport, gaz, électricité et autres services publics n'ont pratiquement pas bougé. La hausse a atteint très différem-

(1) Cf., Annexes N° III, n° IV et n° V.

(2) L'index belge des prix de détail qui tient compte de 57 articles, reprend en particulier des articles qui ne sont pas de consommation courante, bougies, casquettes, etc., et ne comprend pas les loyers, moyens de transport, etc. Il ne pondère aucun des éléments constituant son calcul, comme celui d'ailleurs des index de beaucoup d'autres pays, prête à critique.

ment chaque catégorie d'articles, et il paraît difficile de donner un pourcentage correct de l'augmentation moyenne réelle. En extrayant d'un index quelques articles trop soigneusement choisis, il est aisé de lui faire dire ce que l'on veut. Si l'index des prix de détail ne représente pas la physionomie exacte de la hausse survenue, la comparaison des cours de certains produits, trop limitativement choisis, n'en donnerait pas davantage une idée. Si l'on veut discuter la valeur de l'index, il paraît plus simple, en Belgique, de prendre, au lieu de l'index des prix de détail, celui des coûts de la vie, calculés chaque mois par le Ministère des Affaires Economiques, et dans lesquels chaque dépense est dotée de l'importance qu'elle représente dans le budget des ménages.

La hausse de l'index du coût de la vie de mars 1935 à mars 1936 se chiffre de la façon suivante :

Ménage ouvrier très modeste.....	14 %
Ménage ouvrier modeste	12,6 %
Ménage ouvrier moyen	11,5 %
Ménage ouvrier aisé	11 %
Ménage bourgeois modeste	10,1 %

La moyenne de la hausse de l'index du coût de la vie est donc d'environ 12 %. Les Pouvoirs Publics purent être légitimement fiers du résultat obtenu, en grande partie, grâce à leur politique.

La hausse des index des prix de gros et des prix de détail, et du coût de la vie, telle qu'elle résulte des chiffres donnés ci-dessus, ne peut, d'ailleurs, être totalement considérée comme le simple effet de la dévaluation.

Exprimés en prix-or, les index des prix mondiaux de gros et de détail, qui avaient nettement fléchi de 1931 à 1934, se relevèrent au cours de l'année 1935.

Prix or (Base 1913 - 100)	Août 1931 veille de la chute du sterling	Août Sept. 1934	Mars 1935 veille de la chute du belga	Octobre	Novembre 1935
<i>Index des prix de gros :</i>					
Pologne	85	61	58	61	61
Grande-Bretagne	100	63	60	65	65
(Board of Trade)					
France	92	73	70	71	72
Belgique	89	68	67	59	60
<i>Index des prix de détail :</i>					
Pologne	104	76	70	77	79
Grande-Bretagne	128	75	70	79	80
France (12 articles)	121	95	88	84	86
Belgique	113	95	89	74	70

A la suite de la dévaluation, la Belgique vit ses prix de gros-or baisser de 11 % dans le temps où ceux de la Grande-Bretagne progressaient de 6 %, ceux de la France et de la Pologne de 3 %. Les prix de détail du Royaume fléchirent de 21 % alors que les prix de détail de la France diminuèrent à grand-peine de 1,5 %, et que ceux de la Pologne et de l'Angleterre s'élevèrent les uns de 12 %, les autres de 14 %.

Le tableau suivant est encore plus frappant. Il met en parallèle la hausse de l'index du coût de la vie de 1935 à 1936 pour un certain nombre de pays :

	1935	1936	Hausse
Danemark (janvier)	110	112	+ 1,8 %
Etats-Unis (janvier)	80,8	84,8	+ 4,7 %
France (Paris) (février)	442	446	+ 0,9 %
Norvège (février)	149	153	+ 2,7 %
Angleterre (février)	141	147	+ 4,2 %
Suède (décembre)	155	158	+ 1,9 %
Suisse (janvier)	127	130	+ 2,4 %
Tchécoslovaquie (février)	83	86,3	+ 3,9 %

Il résulte de ces tableaux, que la hausse des prix et du coût de la vie ne fut pas au cours de l'année 1935, un phénomène propre à la Belgique, mais un fait mondial, puisqu'elle se produisit même en France où, à l'époque, s'effectuait un gros effort de déflation. En l'absence de la dévaluation, il y aurait donc eu en Belgique un relèvement sensible des prix.

Pour déterminer l'influence exacte de l'opération monétaire, il convient d'éliminer successivement les autres facteurs dont la répercussion pût se faire sentir.

Pour les prix de gros, ceux-ci sont au nombre de deux :

a) La hausse des prix de gros mondiaux, exprimés d'ailleurs en livres sterling, qui se sont élevés d'environ 4 % au cours de l'année 1935, particulièrement du mois d'août au mois d'octobre ;

b) Le mouvement du change de la livre sterling qui progressa de 142,60 en avril à 145,71 en octobre. Cette augmentation accrut la hausse des prix mondiaux par rapport à l'économie belge d'environ 2 %.

Pour les prix de détail, il convient de noter tout d'abord l'incidence de la hausse des prix de gros mondiaux. La réaction fut d'autant plus nette que les prix de gros en voie de redressement furent d'abord ceux des produits agricoles dont la hausse entraînait immédiatement le renchérissement des produits d'alimentation.

D'après les chiffres relevés ci-dessus, il semble que l'on puisse fixer à environ 2 % l'augmentation de l'index des prix de détail ayant eu cette cause pour origine. Pour l'index du coût de la vie, le pourcentage dut être légèrement supérieur, compte tenu de la place prépondérante des produits d'alimentation dans l'index belge, et paraît pouvoir être chiffré à 3 %.

Un second facteur est intervenu. L'influence déprimante exercée par la crise fit brusquement place à une amélioration dont les effets furent nettement contraires, bien que difficilement appréciables. Le passage de l'état de crise à un climat de reprise créa une ambiance de hausse. Sans qu'il soit possible de dire avec exactitude la mesure dans laquelle ce facteur a joué, il semble qu'on puisse admettre qu'il ait provoqué une élévation d'environ 1 % de l'index des prix de détail et du coût de la vie, à laquelle il conviendrait encore d'ajouter pour être exact, les répercussions de l'afflux des touristes au moment de l'Exposition.

Le tableau suivant essaye, en éliminant les autres causes, de résumer et de rapprocher les pourcentages de hausses propres à la dévaluation.

	Prix de gros, en %	Prix de détail, en %	Coût de la vie, en %
Hausse constatée en Belgique d'après les index	25	9	12
Hausse mondiale (livre sterling)	6	2	3
Hausse de conjoncture	—	1	1
Hausse due à la dévaluation	20	6	8

Inférieure aux prévisions, qui l'estimaient à 10 ou 15 %, la hausse des prix de détail et du coût de la vie, due à la dévaluation, fut donc incontestablement modérée.

Bien que le potentiel de hausse ne fût pas encore épuisé un an après la dévaluation, le Gouvernement paraît avoir atteint, par sa politique prudente, les buts qu'il se proposait. La hausse des prix de gros est restée inférieure aux données mathématiques de la dévaluation. Le déséquilibre des prix de gros et des prix de détail s'est affaibli. Ces résultats montrent bien que ce n'est pas la dévaluation qui fait la hausse des prix, mais l'inflation dont elle est fréquemment accompagnée. Ils font bon marché de l'appréhension générale et condamnent l'analogie (1) que certains avaient

(1) La fausseté de cette analogie a été également mise en lumière par l'expérience américaine. A la grande déception du Président Roosevelt, la hausse des prix américains fut bien inférieure au coefficient de dévaluation, montrant ainsi l'effet différent des dévaluations en période d'inflation, 1926, et en régime de déflation, 1931.

voulu faire entre la dévaluation de 1926 et celle de 1935 en mettant en évidence la différence des époques. La hausse des prix fut inférieure de moitié aux prévisions. Les disparités qui précédemment condamnaient l'économie belge disparurent radicalement. L'indice de disparité du franc belge en termes du coût de la vie par rapport à la livre ne remonta que de 116 à 120, accusant une réaction parfaitement classique et prévue, mais n'affectant pas l'équilibre de l'économie belge, qui peut correspondre à un indice de 125.

La politique des prix fut conduite en Belgique, en songeant au consommateur. M. van Zeeland rompit en cela avec les préjugés et les interventions de nombreux protagonistes de l'économie dirigée et donna ainsi un exemple intéressant autant qu'utile. Dans le dessein d'accroître le volume des affaires, le Gouvernement n'hésita pas à sacrifier, au moins au début et dans la mesure où l'on peut parler de sacrifice, le producteur au consommateur. Quitte à desserrer par la suite son emprise, il agit vigoureusement dès le lendemain de la dévaluation. Il n'y eut ni hésitations ni tâtonnements. On sentait un plan préconçu et la volonté de l'appliquer. Le public en eut d'ailleurs le sentiment, et ce sentiment ne contribua pas peu à vaincre les résistances et à assurer le succès de la politique. Celui-ci a été obtenu non seulement par des mesures techniques, mais par la répercussion psychologique de ces mesures mêmes. Ainsi a été démontrée la grande loi évidente, mais souvent oubliée, qu'une politique économique pour réussir doit tenir compte des données psychologiques et se fonder sur elles.

SECTION IV. — POLITIQUE PSYCHOLOGIQUE

Une originalité de la politique belge de dévaluation fut son souci de ne pas négliger les facteurs psychologiques. Instruit par l'échec de la déflation, le Gouvernement n'oublia pas qu'un phénomène économique est avant tout un phénomène social et humain, et que la technique ne peut tout. Comprenant l'intérêt nouveau de la masse pour les questions économiques, connaissant l'importance et la malléabilité sans cesse grandissante de l'opinion publique, sachant la facilité de s'assurer ses faveurs pour qui veut user des moyens modernes de persuasion collective, le Gouvernement ne fit pas seulement une part prépondé-

rante aux facteurs psychologiques dans sa politique financière et dans sa politique économique, il poursuivit une politique psychologique distincte.

Menée de main de maître, celle-ci se concrétisa dans la création au cabinet du Premier Ministre d'un poste spécial de chef de la presse et de la propagande.

M. van Zeeland avait d'ailleurs toutes les bonnes chances. Comme il arriva en France pour Raymond Poincaré en 1926, la personne même du Premier Ministre était un élément de succès. Son éloignement de la politique, sa réputation d'homme jeune et de savant le servaient. Son ministère, dosé habilement et composé de jeunes politiciens peu compromis encore, n'éloignait personne. L'attrait de la nouveauté séduisait. La nation, trop longtemps déçue, ne demandait qu'à écouter et à faire confiance.

La politique psychologique du Gouvernement eut pour desseins successifs de faire accepter la dévaluation, puis de la faire apprécier.

Tout en rendant hommage à ses prédécesseurs, M. van Zeeland eut soin d'attirer l'attention sur la nécessité fatale de la dévaluation. Il dégagea sa responsabilité en montrant que cette opération était réalisée en fait avant sa venue au pouvoir et qu'aucune opposition n'aurait pu retarder une dépréciation de la monnaie, rendue inévitable par l'enchaînement naturel d'éléments devenus incontrôlables. Il se félicita, au contraire, d'être intervenu au moment opportun et d'avoir pu contrôler et endiguer un désastre certain.

Le Gouvernement, désireux d'écarter toute crainte, même légère, d'une dévaluation nouvelle, affirma à maintes reprises sa volonté inébranlable d'éviter toute dépréciation de la monnaie. Il tira argument du contrôle établi sur les banques et ne perdit aucune occasion d'exposer la solidité technique de la monnaie. Il démontrait d'ailleurs l'inutilité d'une seconde dévaluation en faisant bien remarquer l'harmonie de la nouvelle correspondance de la livre et du belga.

Enfin, ménageant habilement tout le monde, le Gouvernement témoigna au public, en toutes circonstances, sa conviction profonde de tenir la dévaluation pour un malheur et pour une injustice, s'assurant ainsi le soutien des classes moyennes, de ceux fort nombreux que la dévaluation avait lésés en quelque manière.

Il chercha avec soin des boucs émissaires. A un certain moment, la prétendue attitude de quelques pays, notamment de la France, lui servit d'alibi. Par une négligence malheureuse, on laissa dire que la Belgique avait été contrainte de dévaluer, faute de n'avoir pas reçu de l'étranger une aide attendue et nécessaire. Obligé par la suite de mettre les choses au point, on accusa la spéculation et, le Gouvernement, trop heureux de trouver à l'opinion un dérivatif acceptable, sauta sur l'occasion. Une enquête fut décidée pour rechercher les personnes susceptibles, par leur action, d'avoir provoqué la dépréciation de la monnaie. Un impôt fut établi sur les bénéfices retirés de la spéculation à la baisse du belga.

L'enquête présenta deux faces, l'une judiciaire, l'autre parlementaire.

L'enquête judiciaire (1), ouverte dès le 5 avril, se poursuivit pendant tout le cours de l'année dans tous les domaines où les indices pouvaient être relevés ; à la Banque Nationale, dans les établissements de crédit, à l'administration du Timbre, à la Douane, aux services des Télégraphes et des Téléphones, dans les compagnies d'aviation, etc... La mission du Parquet ne visant que la recherche d'infractions à la loi pénale était toutefois limitée par l'impossibilité d'instruire en territoire étranger et par la rigueur des dispositions légales exigeant dans le chef des auteurs présumés de l'infraction, non seulement le fait d'avoir opéré ou tenté d'opérer la baisse du franc belge, mais encore d'avoir eu recours pour leurs opérations à des moyens frauduleux. La difficulté de la tâche était certaine.

Le Magistrat Instructeur donna pour mission aux experts :

1^o Pour la période du 1^{er} janvier au 31 mars 1935, d'examiner les opérations en devises étrangères, or et titres étrangers, traitées par les établissements bancaires indiqués pour leur compte personnel, de relever les positions propres de ces banques dans ces diverses catégories d'opérations ;

2^o De relever les avances obtenues à la Banque Nationale de Belgique par ces établissements, tant sous forme d'avances directes que sous forme de crédit d'escompte, soit en papier commercial, soit en papier financier ; de rechercher si les avances obtenues n'avaient pas été utilisées par eux dans le but de conserver des positions spéculatives contre le franc belge, ou d'assister leur clientèle dans le même but ;

(1) L'information répressive fut ouverte par le Parquet de Bruxelles sur pied à diverses infractions aux dispositions pénales punissant les manœuvres contre le crédit de l'Etat et la stabilité du franc, et plus particulièrement à l'article 1^{er} de la loi du 18 juillet 1924 qui punit ceux qui, par des moyens frauduleux quelconques, opèrent ou tentent d'opérer la hausse ou la baisse des prix des denrées, des marchandises, des papiers et des effets publics.

3° D'examiner les comptes courants de la clientèle de ces banques, notamment :

a) De relever les opérations de change réalisées pendant le premier trimestre, en vérifiant :

1. si ces opérations présentaient un caractère commercial ;

2. si les opérations réalisées par les clients pendant cette période ne dépassaient pas le mouvement normal admissible pour leur commerce ou leur industrie, en procédant éventuellement par comparaison ;

b) De rechercher, de la mi-mars à la fin mars 1935, les retraits dépassant en importance les retraits habituels correspondant à des besoins courants, ces retraits anormaux pouvant déceler des exportations de capitaux par des voies autres que les banques belges ;

c) De rechercher les versements et dépôts de fonds effectués par les clients après la dévaluation du franc belge; c'est-à-dire après le 1^{er} avril, dépassant la normale des versements et des dépôts habituels de ces clients; de telles opérations pouvant correspondre à des importations de capitaux, suivant une réalisation de bénéfices sur des positions prises à l'étranger, avant la dévaluation, en devises ou en titres étrangers ;

4° D'examiner les budgets de publicité des établissements bancaires et de rechercher si des sommes imputées à ces budgets n'ont pas été utilisées à soutenir une campagne de presse contre le franc belge ;

5° De relever sur documents individuels toutes les opérations de change supérieures à 100.000 francs, effectuées par les clients dans ces diverses banques. Ces documents étant l'objet d'une centralisation, afin de déceler l'ensemble des opérations d'un même client opérant dans plusieurs établissements.

« Consistant en un vaste coup de sonde dans l'énorme ensemble
« des opérations réalisées sur le marché cambiste, sur le marché de
« l'or en Belgique et sur les transactions en titres au porteur étran-
« gers » (1), les travaux des experts permirent de mesurer l'am-
pleur des opérations sur devises étrangères, des sorties d'or ; ils
précisèrent leur dates et leurs mécanismes. Mais les investigations
très minutieuses ne purent établir l'existence des moyens fraudu-
leux. Les banques, qui avaient acheté des devises étrangères après
avoir obtenu des avances de la Caisse d'Epargne, de la Société
Nationale du Crédit à l'Industrie et du Comité de l'A.N.I.C., invo-
quèrent les nécessités du commerce ou de l'industrie (1 et 2). Les
banques, les firmes commerciales ou industrielles et un certain
nombre de particuliers qui avaient acquis de l'or ou des devises
étrangères pour leur propre compte, se réclamèrent d'un esprit de
prévoyance et citèrent, comme justification, les opérations immo-
bilières effectuées avant la dévaluation et dont personne ne con-
testait la légitimité. Les recherches conduites auprès des éditeurs
de journaux, des publicistes et de ceux qui par leur assistance
pécuniaire avaient contribué à préconiser d'une manière quel-
conque la dévaluation ne permirent pas de relever la trace de
subsides anormaux, ni d'établir que les auteurs de livres ou de
conférences dévaluatrices aient retiré quelque bénéfice de la cam-
pagne menée par eux.

(1) Réquisitoire du Procureur du Roi.

(2) Rapport de la Commission d'Enquête.

Bref, de ceux à charge desquels le Parquet instruisit, il fut prouvé que les uns avaient retiré un avantage direct de la dévaluation mais sans recourir à des moyens frauduleux et que les autres, qui avaient manifestement agi contre la stabilité du franc, n'en paraissaient avoir recueilli aucun bénéfice. Dans ces conditions, après neuf mois de recherches, le 20 janvier 1936, une ordonnance de non lieu fut rendue sur réquisition du Procureur du Roi. Le dossier de l'instruction fut remis à la Commission d'enquête parlementaire, nommée à l'instigation du député catholique de Mons Ignace Sinzot le 6 avril 1935. Celle-ci se heurta aux mêmes difficultés que le Parquet. Sa mission, nécessairement limitée au territoire belge, ne lui permettait pas, en particulier, d'apprécier les répercussions de la spéculation tentée sur les places étrangères par Belges et Etrangers. Après un temps d'arrêt pour laisser libre cours à l'enquête judiciaire, la Commission tint de nombreuses séances et entendit de nombreuses dépositions. Une sous-commission fut nommée, des discussions assez vives eurent lieu. On prit à partie certains banquiers et certains économistes ; on exprima la conviction que l'opération monétaire avait servi beaucoup, sinon exclusivement les banques. On flétrit les crédits extraordinaires accordés au moment de la dévaluation par les banques à des entreprises privées, et ceux distribués aux banques par certains organismes d'Etat. On prononça certains noms, on mit en lumière ou l'on étouffa certains scandales. On noircit et on blanchit tout le monde, pour terminer, sans condamner personne, par l'adoption de résolutions et l'émission de vœux. On demanda l'institution d'un impôt sur les bénéfices spéculatifs retirés de la dévaluation et la revision de la loi sur les sociétés commerciales, spécialement en ce qui concerne la publicité donnée aux dépenses de presse dans les bilans. On proposa de compléter la législation en vigueur sur les atteintes au crédit de l'Etat par un nouveau texte.

Si l'on ne doit pas trop s'étonner du résultat, d'ailleurs prévisible, des deux enquêtes et des contradictions révélées par chacune, il faut néanmoins avouer que le but poursuivi par le Gouvernement était atteint. L'opinion publique recevait dans une certaine mesure satisfaction. Le Gouvernement était blanchi ; des noms étaient jetés en pâture ; des promesses étaient faites, si rien de précis n'avait été retenu. Le Ministre des Finances

déposa d'ailleurs le projet d'impôt sur les bénéfices spéculatifs demandé par la Commission Parlementaire.

L'impôt fut fixé à 20 % (1) du montant des sommes sur lesquelles portèrent pendant un certain temps — du 1^{er} novembre 1934 au 31 mars 1935 — toute vente à terme en Belgique ou à l'étranger de devises étrangères, toute vente à l'étranger, au comptant ou à terme, de devises étrangères ou d'or. Ne furent passibles de l'impôt que les opérations qui, du 1^{er} novembre au 31 janvier, portèrent sur 1 million de francs, ou celles qui, du 1^{er} février au 29 mars, atteignirent 100.000 francs ; la différence du plafond d'exonération était fondée sur la nature différente de la spéculation à mesure que l'on approchait de mars 1935. Etaient exonérés par ailleurs : les opérations sur marchandises, les opérations destinées à faire face à des obligations professionnelles, les opérations qui n'avaient pas procuré de profit, ventes de francs belges dénouées avant le 29 mars, achats de devises transformés avant le 29 mars, achats d'or revendu avant le 29 mars. L'administration recevait tous pouvoirs d'investigation pour contrôler les déclarations.

En instituant un débat public sur l'imposition des capitaux retirés de manœuvres spéculatives, le Gouvernement montrait sa volonté d'atteindre les profiteurs de la dévaluation comme il avait frappé jadis les bénéficiaires de la guerre. Il jugulait l'opposition. Le rendement technique de la taxe importait peu. L'impôt ne fut d'ailleurs voté qu'en juin 1937 (2). Le Gouvernement, constitué pour un an, paraît avoir surtout voulu gagner du temps. Il évita de prendre des responsabilités immédiates tout en laissant apparaître clairement ses intentions. Comptant sur l'inconstance du public, il savait qu'après deux ans la technique d'une mesure déjà reléguée dans le passé n'intéresserait plus.

Le souci du Gouvernement de tenir en haleine une opinion publique versatile, jusqu'au moment où elle aurait oublié les sacrifices qu'elle pouvait lui reprocher, se marque également dans les engagements qu'il tint à lui faire. Il promit, au début, de multi-

(1) L'impôt de 20 % correspondait à la moitié du bénéfice de 39 % réalisé dans la majorité des cas. La taxation sur le capital et non sur le bénéfice se justifiait par la difficulté plus grande d'établir le montant de celui-ci.

(2) Le projet fut longuement et âprement discuté. On critiqua le principe d'une imposition rétroactive. On discuta l'illégitimité du bénéfice spéculatif. On craignit surtout l'impossibilité pratique de distinguer les opérations assujetties et exemptées.

ples compensations et, habilement, en accorda quelques-unes. Dans les premiers mois qui suivirent la dévaluation, il édicta certains dégrèvements fiscaux auxquels, malgré leur faible importance — 270 millions —, il sut donner une apparence « spectaculaire ». Mais la réalisation de la plupart des promesses fut adroitement reportée au « moment où l'ensemble des circonstances économiques et financières l'autoriserait sans danger ».

L'habileté du Gouvernement se manifesta par le soin qu'il eut de faire appel au sentiment de l'opinion tout autant qu'à son intelligence. Avec art, il fit vibrer la corde patriotique et en appela au peuple. Dès le 31 mars, par T.S.F., M. van Zeeland demanda à la nation de supporter généreusement les sacrifices indispensables au redressement économique et financier, comme elle avait jadis admis certaines contraintes pour conserver son indépendance politique. A maintes reprises, il lui renouvela sa supplique, la priant d'accepter pour la Belgique, une dévaluation nécessaire et de laisser, corollaire indispensable, s'effectuer sans heurt la politique du Gouvernement.

Les Pouvoirs Publics surent d'ailleurs démontrer au pays que la dévaluation était une bonne opération. Périodiquement, le Ministère établit le bilan de l'opération, s'en servant habilement comme forme de suggestion collective. Chaque semaine ou presque, l'un ou l'autre ministre multipliait les déclarations pour assurer l'opinion de la valeur des résultats. Les discours s'appuyèrent toujours sur des chiffres, qui, souvent invérifiables, parfois tendancieux, n'en demeuraient pas moins impressionnants. Le caractère très technique des exposés contribuait largement à leur succès. Au surplus, créant une confusion favorable à sa politique, le Gouvernement présentait, parfois à juste titre, les répercussions de l'amélioration de la situation économique mondiale et le succès de l'Exposition de Bruxelles, comme la conséquence de la dévaluation.

Le Gouvernement suscita également les articles et les conférences d'économistes et de gens d'affaires même peu connus. La propagande se fit dans tous les milieux. La radio propagea des communiqués officiels masqués avec art. Des articles élogieux furent publiés dans les grands quotidiens et surtout dans la presse régionale, suspecte de moins de partialité. Le concert était unanime. Peu de voix détonnaient.

Le service de propagande eut soin de ne pas négliger l'étranger.

On demanda à des journaux français ou anglais d'interviewer des personnalités belges marquantes, politiciens, hommes d'affaires, économistes. On reçut fort bien les journalistes étrangers ; les documentant largement, on leur donna toute facilité de travail. D'autre part, des professeurs belges gagnés aux idées gouvernementales, allèrent faire des cours ou des conférences dans les pays anglo-saxons. Ils exposaient la politique du Gouvernement tout en cherchant à lui assurer la sympathie de leur auditoire. Les comptes rendus de ces conférences, aussi bien que les articles de presse parus à l'étranger, étaient diffusés ensuite largement en Belgique. Les journaux spécialisés aussi bien que les grands quotidiens se faisaient un devoir de les citer (1). Cette propagande indirecte avait un grand retentissement et servait souvent davantage que la propagande directe. On ne saurait trop insister sur son influence. L'autorité des auteurs étrangers, peu soupçonnés de prévention, était indiscutée. L'opinion étrangère était gagnée en même temps que l'opinion belge.

S'il faut insister sur le fait que, par des moyens toujours simples, parfois grossiers, de réclame et de publicité, le Gouvernement chercha à atteindre la masse et obtint le résultat désiré, il faut également souligner que son attitude même était de la meilleure politique psychologique. Rompant avec la tradition des Gouvernements précédents, il eut l'art de proposer au pays quelque chose de neuf : un programme. Il eut soin également de présenter les faits, même ceux dont l'interprétation pouvait tourner à son désavantage, comme un enchaînement logique et une réponse exacte à ses prévisions. En donnant l'impression qu'il savait où il allait, il rassura l'opinion et lui donna confiance. Sa fermeté et sa constance éliminèrent toute appréhension. Dès lors, la Belgique n'avait plus à chercher son espérance ; elle pouvait croire l'avoir trouvée.

Quelques moyens qu'il ait employés, le Gouvernement doit être félicité d'avoir su gagner une confiance qui s'était refusée au début. Celle-ci contribua grandement à la réussite de sa politique. Succédant à une longue période d'inhibition, elle fit éclore un nouvel esprit d'entreprise. Par un phénomène purement psychologique, avant même d'être justifié par les faits, l'espoir suscité par la dévaluation se traduisit par des résultats réels. On sait, depuis

(1) En particulier certains numéros spéciaux de *L'Europe Nouvelle* et du *Financial News*.

Pascal au moins, la toute-puissance de l'imagination; la croyance en la valeur de la dévaluation et en l'excellence de la politique suivie agit elle-même mieux qu'aucune mesure technique. A force de répéter que tout allait devenir meilleur, tout devint effectivement meilleur : les capitaux rentrèrent, la situation des banques s'améliora, les affaires se développèrent.

Il ne faut pas cependant, malgré leur importance, exagérer les effets de la politique psychologique suivie par le Gouvernement belge. Celle-ci doit surtout être considérée comme faisant partie d'un tout indissolublement lié. Mais il convient de reconnaître que ce fut elle seule qui permit certaines mesures dont l'influence fut décisive sur les résultats définitifs de la dévaluation. L'horreur même de la dévaluation savamment entretenue facilita la réalisation du programme financier et économique du Gouvernement. La puissance d'une opinion publique, persuadée du désir sincère du Gouvernement d'opérer le redressement d'une économie longtemps défailante, permit à l'Etat de réaliser le contrôle du crédit et des banques et de poursuivre son œuvre de rénovation industrielle et agricole. La population accepta non seulement avec courage, mais avec une certaine bonne grâce indispensable, les sacrifices qui lui furent demandés par la dévaluation et par la conversion des rentes, et dont l'ampleur dépassa souvent ceux de la période de déflation.



Au terme de ce chapitre, on ne peut contester l'originalité de la politique de dévaluation suivie par la Belgique. Elle fut, semble-t-il, la principale caractéristique de l'opération. D'autres pays ont dévalué leur monnaie en la rattachant à l'or et se sont attribués le produit de la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque Nationale; d'autres pays ont créé des Fonds d'Egalisation des Changes et pratiqué l'open market policy. Certains Etats même ont eu une politique économique et financière contemporaine de la dévaluation de leur monnaie. En Amérique, par exemple, la dépréciation du dollar s'est accompagnée d'une inflation délibérée; en Angleterre, la dévaluation de la livre fut complétée par l'institution d'un système protectionniste. Mais toutes ces politiques ne s'intégraient pas à l'opération monétaire elle-même. En Belgique, au contraire, la politique fit corps avec la dépréciation de la monnaie. La technique de celle-ci ne saurait être séparée des mesures

de tous ordres qu'elle a permises parfois et qui ont assuré son succès définitif. C'est le propre de la Belgique, et c'est ce qui rend son expérience monétaire si intéressante, d'avoir compris que la complication de la vie économique et financière moderne obligeait désormais à tenir compte, dans la conduite d'une dévaluation, de toutes sortes de facteurs et contraignait à agir simultanément dans tous les domaines.

S'il fallait caractériser la politique du ministère van Zeeland et la résumer en une formule, on pourrait dire, sans trop de crainte de se tromper, qu'elle n'a fait que suivre, au moins dans ses grandes lignes, la politique de déflation économique et budgétaire esquissée par les Gouvernements précédents. Si les résultats ont été différents, il faut sans doute attribuer cette dissemblance à la conjonction même de cette politique et de la dévaluation. L'expérience belge donne raison à ceux qui prétendent que la déflation ne peut être opérée dans une vieille nation que par la dévaluation.

Malgré les mesures de contrainte qu'elle implique, la politique du Gouvernement belge rendit hommage aux facteurs décisifs du Libéralisme : le profit, l'initiative personnelle et la sécurité dans la propriété. Pleine de simplicité et de bon sens, cette politique n'a pas été présentée comme une fin, mais comme un commencement. Si elle a pu aussi bien réussir, c'est que peut-être, selon le mot du maréchal Lyautey, il n'y a pas d'action utile sans durée ni sans ordre.

CHAPITRE V

La situation de la Belgique après la dévaluation et les effets de l'opération monétaire

Dès le début, les résultats de la dévaluation ont été controversés. Certaines personnalités belges, dont M. Gutt et M. Sap, ministres des Finances de la période déflationniste, prétendirent pendant les premiers mois qui suivirent l'opération, que, sans utilité pour les finances publiques, sans intérêt pour l'économie, elle était un échec; qu'elle ne permettait pas de reconquérir le marché extérieur; que l'accroissement du coût de la vie annihilait les avantages que l'on aurait pu en attendre. Dans le même temps, M. van Zeeland dans deux discours prononcés le 26 octobre et le 10 décembre 1935, M. Max-Léo Gérard, ministre des Finances, dans une interview donnée le 10 novembre, affirmèrent que tout était, sinon pour le mieux, du moins aussi bien que possible. Chacun jugeait selon son opinion et selon des théories préconçues. A l'étranger d'ailleurs, il en était de même. A côté d'articles enthousiastes, paraissaient des livres comme celui de M. Henri Michel (1), dont les critiques étaient particulièrement virulentes. Tantôt la dévaluation apparaissait comme une opération délicate et réussie, tantôt on la jugeait décevante, susceptible de ruiner la Belgique. L'esprit de parti empêchait d'être objectif.

Au milieu de 1936, cependant, les voix pessimistes se turent presque complètement; le concert de louanges ne comporta plus de fausses notes. Mais, à ce moment, la dévaluation était déjà trop lointaine pour lui attribuer tout le mérite de la reprise économi-

(1) *La dévaluation du franc belge*. Paris, Imprimerie du Palais, 1936.

que; l'amélioration de la conjoncture mondiale faisait sentir très fortement son influence.

Pour estimer à leur juste valeur les résultats de la dévaluation, il importe donc de ne pas tenir compte des opinions émises et de se reporter directement aux faits.

Certaines remarques générales et certaines réserves s'imposent avant ce tour d'horizon.

1° Le choix de la période de référence est délicat. Le terme initial de la comparaison ne peut être mars 1935, les conditions économiques et financières ayant été faussées par la crainte même de la dévaluation pendant le premier trimestre de cette année. Le terme final ne doit pas être trop proche; trois mois après la dévaluation, la situation demeurerait anormale, les répercussions de la spéculation et des rentrées d'or se faisant encore sentir. L'incidence d'accidents temporaires, comme l'Exposition de Bruxelles, créant une situation quelque peu factice, il convient de choisir un terme suffisamment éloigné pour éliminer les facteurs provisoires en s'assurant en quelque sorte de l'assimilation complète de l'opération. Mais un terme trop long prêterait à une comparaison difficile; les effets de la dévaluation risqueraient d'être trop diffus pour être remarqués nettement. D'autres causes pourraient s'y adjoindre et entraîner de nouveaux éléments de perturbation, notamment la hausse des matières premières et la brusque amélioration au milieu de 1936 de l'économie mondiale.

Il semble qu'il soit de bonne méthode de comparer ou bien la situation existant à la fin de 1934 à celle existant à la fin de 1935, ou bien les indices de mars 1936 à ceux de mars 1935, en confrontant au besoin les résultats d'une comparaison à ceux de l'autre. Les indices généraux de l'année 1935 devront être corrigés pour tenir compte de l'existence au cours de cette année de deux périodes complètement distinctes: un premier trimestre de grande dépression avant la dévaluation, trois trimestres où les résultats de l'opération monétaire s'appréciaient déjà. Enfin, il conviendra d'étudier plutôt les bilans arrêtés en mai ou juin 1936 que ceux clôturés à la fin de 1935, encore incapables de permettre un jugement sur les effets d'une année de dévaluation.

2° La question se pose, pour apprécier les résultats économiques de la dévaluation, de savoir s'il convient de les traduire en valeur-or et de ne se déclarer satisfaits que si, calculés de cette façon, ils

indiquent une amélioration. La question, d'ailleurs, n'a pas d'importance pour les indices quantitatifs, trafic de chemins de fer, production d'électricité, production industrielle, mais on peut hésiter en ce qui concerne les recettes des chemins de fer, la situation financière des entreprises, le pouvoir d'achat des masses, le rendement des impôts et surtout le commerce extérieur. Une comparaison permettra de conclure.

Supposons qu'un contribuable ait payé mille francs d'impôt en 1934 et qu'on lui demande onze cents francs pour 1935; admettra-t-il qu'il a été dégrevé ? Nullement, bien que, exprimée en or, sa charge soit moindre. Il prétendra même qu'il paye plus d'impôt et il aura raison. Mais ce qui est vrai d'un côté du guichet l'est aussi de l'autre. Le percepteur estimera que ses recettes augmentent et le ministre des Finances pensera de même.

La situation est identique pour l'usager des chemins de fer qui paiera comme l'année précédente 5.000 francs pour son abonnement et 50 francs pour son billet. Il n'admettra pas qu'il ait été avantagé; la Compagnie, de son côté, si elle encaisse la même recette mensuelle, estimera que sa situation reste inchangée. La chose est moins claire en ce qui concerne le commerce extérieur, du moins en général. Là, on compte d'ordinaire en monnaie étrangère, mais, dans la mesure où l'on compte en monnaie nationale, une augmentation nominale équivaut à une augmentation réelle. C'est ainsi que les Anglais parlent du relèvement de leurs exportations au cours de ces dernières années, bien que traduites en valeur-or elles paraissent avoir fléchi.

La véritable mesure en ces matières paraît le pouvoir d'achat de la monnaie. C'est par rapport à celui-ci que l'on peut parler d'enrichissement ou d'appauvrissement.

En Belgique, le franc a gardé à peu près la même valeur d'achat en 1935 qu'en 1934. On peut donc considérer qu'à une augmentation nominale correspond une augmentation effective quoique non proportionnelle. Dans certains cas (commerce extérieur, chiffre d'affaires, etc.) l'augmentation nominale devra être corrigée de l'élévation moyenne des prix de gros, soit 25 % (1). Dans d'autres cas, en particulier pour les revenus, elle devra être diminuée de l'augmentation du coût de la vie, soit 12 %. Ainsi, suivant les cas, pour

(1) Les importations devraient, en principe, être corrigées du coefficient de dévaluation, soit 39 %.

pouvoir apprécier les valeurs nouvelles, il faudra faire des corrections allant de 25 à 12 %.

Dans les coefficients de variation du coût de la vie, des prix de détail ou des prix de gros, on ne tiendra pas compte de la proportion spéciale à la dévaluation. Celle-ci ne peut en effet se retrouver exactement dans certaines catégories de revenus, tels que les salaires par exemple, une augmentation de ces derniers correspondant à une augmentation donnée des prix, sans qu'elle soit attribuable spécialement à la hausse de la dévaluation. La part de la hausse des prix mondiaux dans l'élévation des prix belges se retrouve d'ailleurs dans la majoration des revenus et constitue en quelque sorte un facteur commun de la modification des uns et des autres. La variation des revenus sera donc étudiée par rapport à la hausse totale des prix et non à la hausse propre à la dévaluation. Cette comparaison, beaucoup plus facile, demeure dans l'ensemble suffisamment juste.

Ces remarques préliminaires doivent s'accompagner de quelques réserves. Il n'est pas possible de prendre, comme deuxième terme de comparaison, la situation de la Belgique un an après la dévaluation, sans éliminer quelques facteurs d'amélioration.

De mai à novembre, l'Exposition de Bruxelles provoqua un afflux considérable de touristes, dont l'effet se fit encore sentir après sa fermeture (renouvellement des stocks). Le conflit italo-abyssin fut pour la Belgique l'occasion d'effectuer en Italie des livraisons importantes et anormales de certains produits, tels que le charbon dont la fourniture n'avait pas été interdite par la Société des Nations. Les usines métallurgiques et les charbonnages belges profitèrent du développement universel des industries d'armement et le redressement, au début de 1935, de la conjoncture mondiale eut des répercussions certaines sur l'économie du Royaume, plus sensible que celle de beaucoup d'autres pays aux circonstances extérieures. Le Commerce extérieur, le Transit, le Tourisme ont été favorisés. L'influence de l'essor mondial ne doit pas toutefois être exagérée. En 1933 déjà, une tendance à la reprise s'était manifestée assez nettement dans un grand nombre de pays ; ses effets avaient été quasi imperceptibles en Belgique. Sans la dévaluation, la Belgique n'aurait vraisemblablement connu comme la France, la Hollande et la Suisse, qu'une stabilisation ou un ralentissement

de la dépression (1). Plus d'ailleurs que de l'amélioration générale, la Belgique bénéficiait du maintien d'une parité monétaire élevée dans les pays voisins du bloc-or. D'une structure économique analogue, le Royaume put concurrencer ceux-ci plus avantageusement sur les marchés étrangers, profita de leurs difficultés financières pour servir de refuge à de nombreux capitaux émigrés, et tira un supplément d'activité appréciable du ravitaillement des populations frontières de Hollande et de France; il détourna au bénéfice de ses ports une partie du transit effectué par ces deux pays. Anvers et Gand firent une concurrence victorieuse à Rotterdam et aux ports français du Nord. Ostende devint le grand port continental des touristes anglais. La crise des pays du bloc-or fit beaucoup pour le succès de l'opération monétaire belge.

Avant d'étudier en eux-mêmes les résultats de l'opération monétaire, il peut paraître opportun de dégager l'allure générale de l'économie belge au cours de l'année qui suivit la dévaluation. Cette constatation permettra de mieux apprécier l'évolution particulière de chaque secteur étudié et, en les confrontant les uns aux autres, de mieux mettre en lumière leurs caractéristiques propres.

Dès le début, un « boom » se déclencha; il dura jusqu'au début de juin. Les acheteurs, affolés par la façon dont on avait présenté la dévaluation, se précipitèrent dans les magasins de détail; les détaillants partagèrent l'opinion de leurs clients et, rapidement démunis de leurs approvisionnements, passèrent aux usines des commandes importantes, ce qui donna lieu à un réembauchage rapide dans certaines branches. En bénéficièrent surtout les industries de la chaussure, de l'ameublement et des textiles. Ce « boom » et l'amélioration que celui-ci déterminait, n'ont rien à voir avec les effets véritables de la dévaluation. Ils n'étaient que le fruit d'une erreur commune dans l'appréciation de la marche probable des prix. On peut comparer l'allure et l'ampleur de cette amélioration immédiate, à celle de l'aggravation antérieure. La confrontation des indices le prouve. La taxe de transmission accuse, au lieu d'une moins-value de 11 % au premier trimestre, une plus-

(1) Malgré l'amélioration de la conjoncture mondiale, le chômage se développa dans chacun de ces pays au cours de l'année 1935. En France, les statistiques officielles recensaient 490.000 chômeurs, contre 500.000, mais compte non tenu de l'expulsion de 200.000 travailleurs étrangers; en Hollande le nombre des sans-travail s'accrut de 45.000; en Suisse il passa de 72.000 à 95.000.

value immédiate de 13 et même de 19 % en déduisant les dégrèvements. Les résultats des chemins de fer, compte non tenu du trafic des voyageurs forcément faussé par l'Exposition, font ressortir par rapport à la période correspondante de 1934, une augmentation de 8,9 % pour le deuxième trimestre de 1935, contre une diminution de 7,5 % pour le premier trimestre. Le déficit d'exploitation de 100 millions au premier trimestre de 1935 se réduit pendant le deuxième à 13 millions.

L'activité atteignit son niveau le plus élevé dans les premiers jours de juin. A partir du milieu de juin, une régression se manifesta en même temps que les prix de gros cessent d'augmenter. Les recettes fiscales deviennent moins satisfaisantes et le trafic des chemins de fer fléchit au niveau de 1934 tout en demeurant supérieur à celui du premier trimestre. Dans les magasins, le volume des ventes revient à un niveau sensiblement inférieur à celui des mois d'avril et de mai. A la fin de juillet, cette situation se caractérise davantage et l'on annonce que le chômage fait des progrès dans certains centres qui précédemment avaient bénéficié d'une brusque reprise, notamment à Malines, dans l'industrie du meuble. Bref, après un « boom » de deux mois et demi, une crise relative se produit ; mais la situation reste encore meilleure qu'elle ne l'était en mars.

Le ralentissement de l'activité économique dura un mois et demi, jusqu'à fin août. Puis se fit sentir l'influence des véritables effets de la dévaluation et, par la manifestation progressive de facteurs permanents d'amélioration, l'essor se généralisa. La hausse des prix fit disparaître la mentalité de déflation et mit un terme à la contraction des achats. Toutes les activités ayant trait à l'outillage — entendu dans un sens large — se développèrent, spécialement la construction immobilière qui fut, comme en Angleterre et en Suède, la première industrie à profiter de la reprise. L'abondance des capitaux et la diminution du taux de l'intérêt, le maintien des prix et l'accroissement de protection, les bénéfices réalisés par les producteurs et les spéculateurs, le développement du tourisme, l'aide apportée aux exportateurs, tous ces éléments favorables, incapables de se réaliser sur-le-champ et encore moins d'exercer une action immédiate sur la conjoncture, purent après quelques mois dégager leurs heureuses conséquences.

L'important fut qu'entre le « boom » qui suivit immédiatement la dévaluation et l'amélioration définitive, un délai trop long ne

s'écoulât pas. C'est là qu'intervint surtout l'influence de la reprise mondiale. Grâce à celle-ci, dès octobre, le progrès de l'économie belge put pleinement s'affirmer. La reprise intéressa alors tous les domaines. Le marché intérieur offrait de larges débouchés par suite de l'accroissement du pouvoir d'achat; l'exportation reprenait, la construction restait active. Chaque secteur bénéficia successivement des effets de la dévaluation; d'abord les industries consommatrices, puis les textiles; dans l'industrie lourde, le progrès ne se manifesta guère qu'au début de 1936.

Cependant, à un an de la dévaluation, la situation économique et financière de la Belgique s'était beaucoup améliorée. Tous les indices le prouvent, mais ceux-ci doivent moins retenir l'attention par eux-mêmes que par la tendance qu'ils expriment. Pour le résultat de l'opération monétaire, des chiffres, des statistiques pris à un moment donné, importent moins que l'évolution générale qu'ils reflètent. Fait remarquable, loin de constituer un maximum, tous les indices dénotent une propension, vérifiée en fait, vers une plus grande amélioration. Après un an du nouveau régime, le caractère permanent de la reprise due à la dévaluation apparaît ainsi nettement.

En bref, de la considération de l'allure de la reprise belge se dégagent les conclusions suivantes :

1° après la dévaluation, il y eut un « boom »; les effets de ce « boom », plus importants que ceux d'une « piqûre de morphine », créèrent un climat favorable à la reprise; ils renversèrent nettement la tendance. L'effet de la piqûre s'entretint de lui-même, il permit d'attendre la guérison naturelle du malade. La piqûre de morphine eut une importance technique et psychologique plus grande que l'on ne l'imagine généralement. Elle apparut comme un coup de fouet nécessaire et souhaitable;

2° entre le « boom » et la reprise, se plaça une période de dépression qui, trop longue, eût pu causer, en rendant à nouveau les esprits pessimistes, des difficultés d'autant plus graves qu'elles seraient venues à la suite d'une reprise sensible et rapide;

3° contrairement à ce que l'on pense d'habitude, les effets réels de la dévaluation ne purent se faire sentir qu'au bout d'un assez long terme. Il n'y a là rien d'étonnant si l'on veut bien considérer le temps nécessaire à la rentrée des capitaux, aux investissements nouveaux, au développement du pouvoir d'achat. Mais les Pouvoirs Publics veillèrent soigneusement à ce que, au moment où les effets permanents de la dévaluation manifesteraient leurs heureuses inci-

dences, la situation ne fût pas modifiée par certaines répercussions que la première phase d'essor aurait provoquées, notamment sur les prix ;

4° la dévaluation, ainsi que le témoigne l'allure des différentes courbes que l'on peut tracer de l'activité du Royaume après un an de dévaluation, produisit en Belgique des effets permanents, dans la mesure évidemment où l'on peut parler de permanence à l'égard d'une situation économique qui, par nature, se modifie sans cesse.

L'étude détaillée des effets de la dévaluation est difficile à faire si l'on veut déterminer dans chaque domaine la part exacte de l'opération monétaire. Les facteurs d'amélioration ont des réactions mutuelles et progressives. Par exemple, le développement du marché intérieur dépend de l'amélioration de la production et l'amélioration de la production est liée au développement du marché intérieur. Pour être exact, il faudrait mettre sous les yeux au même moment tous les résultats et toutes les remarques. La méthode est impossible à réaliser dans un ouvrage comme celui-ci. Les répercussions financières et économiques de la dévaluation seront donc étudiées séparément, suivant chaque facteur important de l'économie.

SECTION I. — ECHANGES COMMERCIAUX

A. — Commerce extérieur

L'influence de la dévaluation du belga sur le commerce extérieur (1) de l'Union Economique Belgo-Luxembourgeoise ne se manifeste qu'à l'étude détaillée des statistiques d'importation et d'exportation ; elle n'apparaît pas à première vue, lorsque l'on considère uniquement les chiffres globaux tels qu'ils ressortent du tableau suivant :

Années	Importations Exportations		Importations Exportations	
	(quantités 1000 tonnes)		(Valeurs millions de francs)	
1928..	39.732	26.693	32.140	30.954
1929..	44.954	25.778	35.510	32.234
1930..	41.986	23.747	31.047	26.340
1931..	38.676	24.619	23.964	23.235
1932..	31.348	19.562	16.342	15.123
1933..	30.697	19.936	15.216	14.328
1934..	31.746	19.989	14.021	13.794
1935..	30.606	20.298	17.325	16.146

(1) Les enseignements, que l'on peut tirer de l'évolution du commerce extérieur de la Belgique, sont d'ailleurs quelque peu amoindris, par suite de l'inclusion dans les statistiques de l'Union Economique des chiffres propres au Grand Duché et de la stabilité relative du franc luxembourgeois qui, en avril 1935, ne fut dévalué que de 10 %.

1° LES IMPORTATIONS

Si l'on considère séparément le trimestre antérieur à la dévaluation et les neuf mois qui la suivirent, on constate que la moyenne mensuelle des importations qui, pour l'année 1934, était de 2.645.500 tonnes, fléchit de janvier à mars 1935 à 2.396.000 tonnes, pour se relever d'avril à décembre 1935 à 2.602.000 tonnes.

Une première étude des chiffres des quantités autorise à conclure que la dévaluation n'a pas permis aux importations de se relever en poids au niveau de 1934. La comparaison des importations de matières brutes ou simplement préparées et de celles de produits fabriqués met en lumière l'accroissement de la proportion des importations de matières brutes dans les importations totales. La moyenne mensuelle de l'importation des matières brutes, qui était de 2.272.000 tonnes pendant l'année 1934, tomba à 2.077.000 tonnes pendant le premier trimestre de 1935, pour se relever à 2.242.000 tonnes au cours des neuf mois suivants. Le tableau suivant détaille cette évolution.

Tableau des importations
(milliers de tonnes)

MOIS	1934		1935		Pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année précédente	
	Com- merce total	Matières brutes ou simplement préparées	Com- merce total	Matières brutes ou simplement préparées		
					Com- merce total	Matières brutes
Janvier, février, mars	7.636	6.515	7.189	6.234	-5,8	-4,3
Avril	2.664	2.293	2.436	2.140	-9	-7,3
Mai	2.706	2.238	2.517	2.177	-7,4	-7,5
Juin	2.619	2.278	2.410	2.091	-7,8	-8
Juillet	2.632	2.276	2.593	2.255	-1,4	-0,9
Août	2.743	2.345	2.498	2.152	-8,9	-8,2
Septembre	2.656	2.232	2.683	2.302	-1,8	+0,005
Octobre	2.869	2.458	2.801	2.318	-2	-5,7
Novembre	2.513	2.194	2.613	2.278	+3,9	+3,8
Décembre	2.620	2.226	2.824	2.423	+7	+6

En général, l'augmentation des importations de nombreuses matières premières fut d'ailleurs plus forte que ne paraissent l'indiquer les statistiques. Les résultats d'ensemble sont faussés par

la réduction massive de certaines importations de marchandises très pondéreuses, charbon, engrais, huiles minérales, fer et acier, due à la substitution après la dévaluation des produits nationaux aux produits étrangers devenus plus chers ou à la cartellisation de certaines industries. Le tableau suivant met ce fait en lumière.

Importation de matières premières (tonnes)

	1934	Evolution	1935
Métaux communs :			
Aluminium	1.298	+	1.491
Cuivre	114.600	+	150.878
Etain	2.219	+	2.238
Fer et acier	397.230	—	297.737
Nickel	3.124	—	1.015
Plomb	20.198	—	26.993
Zinc	17.399	—	11.150
Textiles :			
Laine	89.038	+	124.701
Soie	362	+	391
Coton	100.000	+	114.000
Jute	48.556	+	54.608
Chanvre et lin	116.096	+	178.403
Autres fibres textiles	30.209	+	32.075
Charbon	4.483.000	—	3.777.000
Coke	2.238.000	—	2.279.000
Pierres diverses	1.829.000	—	1.328.000
Huiles minérale et dérivés	1.079.000	—	946.000

Une des principales caractéristiques des importations belges après la dévaluation est donc l'augmentation des achats de matières premières. Cette évolution est normale d'ailleurs pendant les périodes de reprise; l'activité générale augmentant, de plus grandes quantités de matières premières doivent être mises en œuvre. C'est grâce au développement des importations de la plupart des matières premières, non produites dans le pays, que le chiffre des importations globales n'a pas sensiblement diminué. La protection nouvelle accordée par la dévaluation aux produits belges s'est marquée en effet par la réduction des importations de matières premières produites par le pays et de celles de produits fabriqués.

Les importations de charbon sont revenues de 7.290.000 tonnes à 6.587.000 tonnes. Les importations de pierres diverses, représentées surtout par des ballasts et des pavés, ont été refoulées par la production belge. Mais c'est surtout dans l'industrie textile que la substitution des articles belges aux articles étrangers se remarque. Les importations de fil ont diminué quelque peu, celles de tissus

sont en régression beaucoup plus marquée. Les tissus de laine reviennent de 1.674.000 à 1.023.000 kilos, ceux de soie de 1.494.000 à 699.000 kilos, ceux de coton de 1.747.000 à 1.680.000 kilos. La tendance est la même pour la bonneterie, la chapellerie et les vêtements. Les engrais, bien que leur importation ait fléchi, sont consommés en beaucoup plus grande quantité, la fabrication locale évinçant la concurrence étrangère.

En bref, l'étude des statistiques quantitatives d'importation fait apparaître deux caractéristiques :

1° une réduction légère du total des importations, réduction qui atteint surtout les produits fabriqués;

2° une augmentation des importations de matières premières qu'il n'était pas possible de produire en Belgique. Se sont accrues également, d'ailleurs, les importations de produits alimentaires et de boissons que des habitants plus fortunés pouvaient désormais acquérir, ainsi que celles des machines et des produits semi-ouvrés qui devenaient nécessaires à l'activité accrue des industries transformatrices et exportatrices.

Les statistiques des valeurs sont reprises au tableau suivant :

Tableau des importations
(milliers de francs)

MOIS	1934		1935		Pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année précédente
	Commerce total	Matières brutes ou simplement préparées	Commerce total	Matières brutes ou simplement préparées	
					Com- merce total
Janvier, février, mars.	3.712.882	1.856.629	3.283.533	1.695.463	—11,4
Avril	1.160.460	550.569	1.351.010	641.675	+14,6
Mai	1.148.541	543.444	1.610.389	815.807	+40,2
Juin	1.100.858	537.566	1.458.997	714.944	+32,5
Juillet	1.037.854	509.372	1.551.718	820.960	+49
Août	1.080.646	520.887	1.409.119	742.235	+30
Septembre	1.111.049	522.849	1.443.279	704.077	+29
Octobre	1.327.321	623.228	1.725.887	824.432	+30
Novembre	1.149.804	568.419	1.646.882	854.434	+43
Décembre	1.193.563	632.102	1.647.688	1.007.694	+54,8
					Matières brutes
					— 8,6
					+16,5
					+50
					+32,9
					+61
					+42,4
					+38,4
					+32
					+50
					+59

La moyenne mensuelle des importations, qui en 1934 était de 1.168 millions, tomba en janvier-mars 1935 à 1.094 millions, pour

se relever d'avril à décembre à 1.560 millions. De 1934 à avril-décembre 1935, la tonne importée passa de 404 francs à 599 francs, soit une augmentation moyenne d'environ 48 %. La hausse des prix sterling ayant été pendant le même temps de l'ordre de 15 %, et le volume global des importations ayant diminué d'environ 3 %, la hausse de la valeur des importations due à la dévaluation se ramène donc à environ 32 %, soit nettement moins que la hausse de 39 % qui mathématiquement aurait dû se produire.

Ces chiffres mettent en lumière les sacrifices consentis par les pays importateurs, pour maintenir leurs débouchés sur le marché belge. Il importe de remarquer d'ailleurs que ce furent surtout les prix des matières premières qui accusèrent la hausse due à la dévaluation et que, si l'on considère seulement les produits fabriqués, le pourcentage d'augmentation serait bien inférieur.

2° LES EXPORTATIONS

Ainsi que le montre le tableau ci-dessous, la moyenne des quantités exportées passa de 1.665.700 tonnes en 1934 à 1.459.700 tonnes en janvier-mars 1935 et à 1.768.900 tonnes en avril-décembre 1935.

Tableau des exportations
(milliers de tonnes)

Mois	1934		1935		Pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année précédente		
	Com- merce total	Matières brutes ou simple- ment préparées	Com- merce total	Matières brutes ou simple- ment préparées	Commerce total	Matières brutes	Produits manufact.
Janvier, février, mars..	4.796	3.791	4.379	3.038	-12	-20	- 0,9
Avril	1.706	1.254	1.495	1.043	- 6	-16	- 9
Mai	1.706	1.208	1.633	1.177	- 4	- 9	- 9
Juin	1.815	1.236	1.785	1.273	- 2	+ 3	-12
Juillet	1.789	1.208	1.752	1.265	- 2	+ 4,5	-14
Août	1.659	1.188	1.747	1.302	+ 5	+ 9	- 5
Septembre	1.704	1.256	1.892	1.445	+11	+13,5	+ 0,3
Octobre	1.743	1.267	2.055	1.523	+17	+16,5	+11
Novembre	1.546	1.068	1.784	1.326	+15,4	+17	- 3,5
Décembre	1.438	1.015	1.780	1.346	+23,7	+25	+ 4,4

Le volume des exportations après la dévaluation du belga est

nettement supérieur au niveau moyen de 1934. Pour retrouver des chiffres plus favorables, il faut se reporter à l'année 1931. Mais la dévaluation ne doit pas être seule créditée de cette amélioration. Des exportations anormales ont été faites vers l'Italie, à ce moment en guerre avec l'Ethiopie. Ce conflit fut cause, en particulier, d'un accroissement des ventes de charbon (3.810.000 tonnes en 1934 à 4.279.000 en 1935).

Au début d'ailleurs, l'augmentation du volume des exportations porta en ordre principal sur des produits bruts (1) de faible main-d'œuvre. Elle intéressait cependant indirectement le marché belge, car elle traduisait l'écoulement des stocks, la nécessité de les remplacer et provoquait par répercussion un essor appréciable des industries de produits fabriqués. Aussi bien, vers la fin de l'année, après un réapprovisionnement du marché intérieur accru par l'Exposition, la part proportionnelle des exportations de produits fabriqués augmenta-t-elle, ainsi que le témoigne la valeur progressive de la tonne exportée.

Tonne exportée, en francs belges (année 1935)

	Exportation globale	Exportation de pro- duits manufacturés
Janvier-mars	770	1441
Troisième trimestre	731	1711
Quatrième trimestre	888	1888

Cette évolution apportait une consolidation du développement des exportations, au profit des marchandises les plus rentables.

Il est intéressant d'ailleurs de remarquer la tendance divergente des années 1934 et 1935; en 1934, le commerce extérieur de la Belgique supportait des détériorations successives et sans cesse plus graves; en 1935, au contraire, les progrès furent constants et confirmés. Le sens de cette évolution est plus caractéristique que tous les chiffres. Elle est à souligner en la mettant en regard du recul des exportations françaises et hollandaises. Le progrès s'est affirmé au fur et à mesure que l'on s'éloignait de la dévaluation;

(1) Ces matières premières exportées, furent surtout des combustibles dont les expéditions ont atteint des quantités très considérables après la dévaluation. L'année précédente, ces tonnages étaient mis en stock, de sorte que leur exportation ne correspond nullement à une diminution de l'activité en Belgique.

ce qui est contraire à la théorie même du dumping des changes. Il ne pouvait guère d'ailleurs en être autrement ; les ventes à l'étranger nécessitent un certain temps, il faut attendre le renouvellement des commandes et les délais de livraison.

L'amélioration des exportations n'a pas porté également sur toutes les industries exportatrices ; les industries qui en bénéficièrent furent surtout les industries chimiques (acide sulfurique, nitrate d'ammoniaque), l'industrie textile (tissus de coton et de soie), l'industrie du verre, l'industrie mécanique et tout spécialement l'industrie extractive. L'influence des facteurs étrangers à la dévaluation, tels que le conflit italo-éthiopien ou la politique d'armement de certains pays, a été déterminante. Mais la Belgique n'a pu profiter de ces occasions favorables que grâce à la dévaluation qui, permettant aux industries nationales d'abaisser leurs prix, les favorisa aux dépens de la concurrence étrangère et facilita notamment la substitution à la houille anglaise des charbons belges. Ainsi que le montre le tableau ci-dessous, les exportations se sont le plus fortement développées soit dans les pays voisins, France, Pays-Bas, Angleterre, soit dans les pays relativement libres, Nouvelle-Zélande, Norvège, Argentine, Canada, Colonies africaines, etc.

*Pays vers lesquels l'exportation a largement progressé en 1935
(au moins 25 % en francs)*

	Exportations totales de 1935 en millions	Différence du 4 ^e trimestre de 1935 sur celui de 1934
Finlande	105	402 %
Côte Occidentale Afr. britannique ..	17	295 %
Côte Orientale Afr. britannique	17	245 %
Pérou.	32	225 %
Nouvelle-Zélande	13	200 %
Soudan Anglo-Egyptien	6	166 %
Côte Occidentale Française	124	128 %
Etats-Unis d'Amérique	904	108 %
Norvège	184	103 %
Malte.	15	100 %
Russie	187	99 %
Hongrie	6	92 %
Lithuanie	21	88 %
Syrie	52	82 %
Indes Britanniques	365	77 %
Canaries	44	75 %
Côte Orientale Afr. Portugaise	20	75 %
Canada	152	70 %
Union douanière Sud-Africaine	207	69 %

Ceylan	11	60 %
Esthonie	9	53 %
Provisions de bord	106	53 %
Pays-Bas	1.861	52 %
Palestine	85	50 %
Indes Néerlandaises	106	49 %
France	2.967	48 %
Pologne-Dantzig	145	47 %
Tunisie	13	46 %
Argentine	529	43 %
Portugal	154	42 %
Côte Occident. Afr. Portugaise	11	40 %
Suède	323	39 %
Tchécoslovaquie.	94	38 %
Philippines	25	38 %
Royaume Uni	2.406	34 %
Côte Orient. Afric. Française	5	33 %
Italie	442	32 %
Irak	20	29 %
Serbie	36	28 %
Bulgarie	19	25 %

L'exportation belge fut en large progrès dans la plupart des pays, hormis ceux où des difficultés particulières, clearings, protection douanière démesurée, s'opposèrent à tout développement. Les ventes des produits industriels, par exemple, fléchirent en Bulgarie, en Roumanie, en Grèce, dans certains Etats de l'Amérique Centrale et de l'Amérique du Sud, au Danemark, en Suisse. Elles diminuèrent, sinon globalement, du moins partiellement pour certains articles, en France, en Allemagne, aux Pays-Bas, en Angleterre (1), l'effet des restrictions douanières étant renforcé pour ces pays, à l'exception de l'Angleterre, par la situation défavorable de leur économie.

Mais dans tous ces cas, il ne s'agit ni d'une infériorité de la concurrence belge, ni de la répercussion de mesures de représailles (2) contre l'expansion belge, que d'habiles conventions parvinrent à éviter. La diminution des exportations fut la conséquence de facteurs propres aux pays étrangers. Quelqu'effort qu'elle fit, la Belgique ne pouvait l'éviter. Toutes choses étant égales par ailleurs, les ventes extérieures devaient forcément fléchir de 1934 à 1935, d'autant que les pays, où la protection douanière s'accroissait, constituaient traditionnellement des marchés importants pour

(1) En particulier à la suite des mesures prises par l'Angleterre, fin 1934, pour diminuer les importations de produits métallurgiques.

(2) La Belgique put au contraire obtenir de l'Angleterre la réduction de certains droits établis antérieurement sur les aciers, et, des Etats-Unis la mise en vigueur d'un nouveau tarif douanier comportant de notables diminutions de droits d'entrée.

les produits de l'Union Economique Belgo-Luxembourgeoise. Si la dévaluation n'était pas intervenue, le commerce extérieur de la Belgique aurait été plus déficitaire en 1935 qu'il ne l'avait été en 1934. L'opération monétaire a permis aux exportateurs belges de s'adapter aux difficultés nouvelles. Dans des circonstances défavorables, elle a assuré le maintien et même le développement des ventes à l'étranger; elle a compensé la perte inévitable de certains débouchés (1) par un progrès sur les marchés libres.

Tableau des exportations
(milliers de francs)

Mois	1934		1935		Pourcentage par rapport à la période correspondante de l'année précédente		
	Commerce total	Matières brutes ou simplement préparées	Commerce total	Matières brutes ou simplement préparées	Com- merce total	Matières brutes	Produits manu- facturés
Janvier, février, mars ..	3.649.687	1.814.249	3.373.885	1.681.612	— 7,5	— 7,4	— 7,5
Avril	1.143.676	477.100	1.174.549	578.923	+ 2	+21	—11
Mai	1.071.204	470.529	1.352.409	712.911	+26	+51	+ 6
Juin	1.135.315	492.100	1.414.631	708.270	+24	+43	+ 9
Juillet	1.058.672	468.200	1.311.911	607.780	+23	+29	+19
Août	1.032.270	443.615	1.288.838	618.056	+34	+38	+14
Septembre	1.099.237	505.800	1.384.640	692.736	+26	+36	+16
Octobre	1.213.831	556.000	1.687.828	868.768	+38	+52	+24
Novembre	1.176.665	566.250	1.593.232	845.193	+35	+48	+22,5
Décembre	1.117.575	544.812	1.564.790	816.709	+40	+49	+30,6

En valeur, les exportations n'ont pas augmenté dans la mesure de la dévaluation.

La moyenne mensuelle des exportations, qui était de 1.150 millions en 1934 et de 1.125 millions en janvier-mars 1935, s'est élevée à 1.580 millions au premier trimestre de 1936. Mais tenant compte de l'accroissement des quantités exportées de 1934 à 1936, la valeur de la tonne moyenne exportée est passée de 770 à 888 francs, n'accusant une augmentation que d'environ 15 %. La valeur de la tonne exportée de matières premières s'est élevée de 11 %; celle de la tonne de produits manufacturés de 31 %. Plus faible que la

(1) Les clients traditionnels de la Belgique, France, Angleterre, Hollande, Allemagne, n'intervenaient plus au quatrième trimestre de 1935 que pour 49 % des exportations de l'U. E. B. L., contre 54 % en 1934.

hausse théorique de dévaluation (39 %) (1), la hausse de la tonne moyenne exportée traduit l'augmentation relativement plus forte au cours de l'année 1935, des exportations de matières premières ou de produits bruts. Les autres chiffres soulignent, l'un la faible augmentation des prix belges de produits bruts adaptés enfin aux prix mondiaux, l'autre l'efficacité de la politique de maintien des prix à l'exportation pour les produits fabriqués. Leur divergence met en lumière la reconstitution de la marge bénéficiaire des industries exportatrices.

3° LA BALANCE COMMERCIALE

Les résultats généraux du commerce extérieur de la Belgique se traduisent, après la dévaluation, par une aggravation du déficit de la balance commerciale.

Déficit de la balance commerciale

1913 (rectifié)	1.300 millions de francs or
1929.....	3.750 millions de francs papier
1930.....	4.900 » »
1931.....	800 » »
1932.....	1.200 » »
1933.....	950 » »
1934.....	325 » »
1935.....	1.179 » »

Cette aggravation, loin d'être un indice de crise, témoigne d'une nette reprise. L'étude du tableau ci-dessus fait apparaître, en effet, qu'un déficit de la balance commerciale belge se produit chaque fois que la situation économique s'améliore. Sans soutenir le paradoxe de M. Baudhuin que le but du commerce extérieur est l'importation, l'exportation n'en étant que le moyen, il convient de reconnaître qu'un déficit peu important, pour un vieux pays comme la Belgique, n'est pas alarmant; un excédent d'importations n'est nullement un signe d'appauvrissement; il est de règle que les stocks se reconstituent durant les périodes de reprise, surtout au début, et, dans un pays transformateur, les importations doivent nécessairement augmenter. Certains éléments faussent d'ailleurs les statistiques. A la veille de la dévaluation, les achats de mar-

(1) Hausse à laquelle il conviendrait, pour être exact, d'ajouter 15 % pour tenir compte de la hausse des prix mondiaux au cours de l'année qui suivit la dévaluation.

chandises étrangères, payées au moyen de devises achetées à l'ancien cours, étaient une forme de fuite devant le franc. Comme il fallut un certain temps avant que la marchandise entre effectivement dans le pays, ces importations exceptionnelles furent recensées après la dévaluation; d'où augmentation anormale des importations. D'autre part, les exportations, dans les premiers temps, furent déclarées à un prix correspondant à ceux qui figuraient dans les marchés conclus avant la dévaluation; il y avait une sous-évaluation qui aggravait au moins en apparence le déficit de la balance. L'accroissement du déficit s'explique également par la hausse disproportionnée des importations et des exportations, la valeur des unes augmentant d'environ 48 %, celle des autres de 15 %. Cette différence ne doit pas être considérée comme une perte de substance comme certains économistes partiels l'ont fait ressortir trop souvent. Tenant pour une grande part aux modifications de trafic intervenues dans les exportations et les importations, elle témoigne seulement du maintien des prix à un niveau raisonnable sur le marché intérieur et du développement de celui-ci. Les prix belges à l'exportation étaient trop élevés et la dévaluation les a simplement replacés à leur niveau normal. La situation eût été toute différente si les prix avaient été normaux et qu'une dépréciation monétaire les eût mis en dessous du niveau normal, une véritable perte de substance se fût alors produite.

4° TRANSIT ET TOURISME

Au surplus, le déficit de la balance commerciale fut largement compensé par le développement du transit, l'augmentation du courant touristique et le solde bénéficiaire de la balance commerciale du Congo-Belge.

Le tableau suivant ne fait apparaître qu'un relèvement assez faible du commerce du transit :

Commerce de transit

	Tonnage	Valeur
1929	19.548.000 tonnes	39.312.000.000 francs
1934	14.497.000 tonnes	15.909.000.000 francs
1935	14.863.000 tonnes	15.997.000.000 francs

Le relèvement devint beaucoup plus manifeste au cours des derniers mois. En décembre 1935, le transit représenta 1.375.000 tonnes au lieu de 1.277.000 pendant le mois correspondant de 1934. Dû en ordre principal à l'abaissement des tarifs de transport et des frais de manutention du port d'Anvers, le progrès se retrouve dans tous les indices. Bien que la diminution de l'activité industrielle de la France et de l'Allemagne, ainsi que le renforcement des nationalismes économiques, aient porté préjudice à Anvers, les statistiques de ce port témoignent d'un progrès croissant.

*Port d'Anvers. — Tonnage des navires de mer entrés
(milliers de tonnes)*

	1934	1935	1936
Janvier	1.702	1.686	1.986
Février	1.533	1.528	1.821
Mars	1.697	1.738	2.054
Avril	1.726	1.713	
Mai	1.639	1.865	
Juin	1.664	1.788	
Juillet	1.795	1.863	
Août	1.782	1.971	
Septembre	1.772	1.905	
Octobre	1.781	2.002	
Novembre	1.634	1.895	
Décembre	1.811	2.083	

D'une année à l'autre, les entrées de marchandises sont passées de 15 millions de tonnes à 16 millions. Les sorties de 13 à 15,5 millions de tonnes. Les indices du port belge comparés à ceux de Rotterdam et de Hambourg, sont d'ailleurs fort significatifs.

*Situation comparée des trois ports en 1934 et 1935
(1929=100)*

	Rotterdam		Hambourg		Anvers	
	1934	1935	1934	1935	1934	1935
Tonnage des navires	82,1	81,7	86,4	86,8	88,4	90,1
Marchandises importées	69,7	68	77,2	73	85	88
Marchandises exportées	75,8	83	70,3	70,7	74,8	88

Le bénéfice tiré par Anvers de la dévaluation est nettement mis en lumière. Le progrès fut de l'ordre de 10 %.

Le développement du Tourisme contribua d'autre part à l'amélioration du commerce extérieur en augmentant, dans une très forte proportion, les importations invisibles. L'Exposition de Bruxelles concourut largement à ce résultat, bien que les visiteurs étrangers aient surtout appartenu au petit tourisme peu dépensier. L'Exposition n'a pas toutefois procuré plusieurs milliards de recettes supplémentaires comme certains l'ont prétendu. Une statistique du Ministère de l'Intérieur établit que 380.000 étrangers ont passé environ 1.500.000 nuits en Belgique, soit 50 % de plus qu'en 1934. La plupart des touristes étaient des voisins, Anglais, Hollandais ou Français, attirés par le bon marché relatif de la vie et dont certains, rentiers ou pensionnés, se fixèrent pour un temps dans le Royaume. A 300 francs par nuit, compte tenu des dépenses faites à l'Exposition, le profit retiré du Tourisme paraît, suivant le calcul habituel, avoir été de près de 500 millions. L'industrie hôtelière, après quatre années de crise, témoigna d'une reprise marquée. Là encore, la dévaluation a eu large part; non seulement elle assura le succès de l'Exposition, mais elle détermina les visiteurs à séjourner quelques jours de plus dans le Royaume et à effectuer de petits achats. Elle provoqua un net accroissement du trafic Ostende-Douvres, qui de 1934 à 1935 recensa, aux dépens des ports français, une augmentation de 170.000 passagers, atteignant le chiffre de 485.000. Elle semble au demeurant avoir procuré un bénéfice plus important que les statistiques ne le montreraient et que le professeur Baudhuin (1) chiffre à près de 1.500 millions, dont 500 millions seulement seraient dus à l'Exposition.

Enfin, l'opération monétaire, en réduisant le prix des matières premières belges, a considérablement favorisé les exportations congolaises qui, en un an, s'élevèrent de 30 %. La balance commerciale de la Colonie laissa en 1935 un boni dépassant un milliard, qui suffit entièrement à éliminer le déficit de la balance commerciale de la Métropole.

Le problème de la balance des comptes ne se pose pas en Belgique. Le tourisme, le transit et le profit du commerce extérieur du

(1) Chronique du Commerce Extérieur. Bulletin de l'Institut des Sciences Economiques de Louvain. Février 1936.

Congo, joints aux revenus tirés de l'étranger, aux frets et aux salaires des frontaliers, compensent plus que largement le déficit de la balance commerciale. Celui-ci, normal en tout état de cause, n'est donc pas, même lorsqu'il revêt une certaine ampleur comme en 1935, un indice de régression, mais bien plutôt un signe de redressement.

En définitive, l'étude du commerce extérieur de la Belgique, à la suite de la dévaluation, fait principalement ressortir, avec une amélioration des échanges et une répercussion plus sensible de l'opération monétaire sur les transactions de matières premières, le renoncement délibéré à toute prime de change.

Prétendant que l'expansion commerciale ne constituait qu'un objectif accessoire et incertain, le Gouvernement insista pour que soient maintenus autant que possible les prix en monnaie étrangère; la dévaluation lui parut devoir aider les industries d'exportation en améliorant surtout leurs résultats financiers. L'opération monétaire eut pour but essentiel de relever les prix de vente exprimés en francs papier et de restituer aux industriels la marge bénéficiaire dont ils avaient cessé de disposer. Etant donné la structure de l'économie belge, la réussite de ce dessein avait une importance capitale. Aussi bien, par sa politique, la Belgique ne s'attira-t-elle pas de représailles de la part des Etats étrangers. Bien plus, elle put obtenir la négociation de certains traités de commerce plus libéraux, notamment avec l'Angleterre et l'Amérique.

Les exportateurs belges évitèrent les ventes massives sur les marchés sensibles. Dans l'industrie lourde ce résultat fut facilement atteint, car celle-ci était cartellisée. Ce fut plus malaisé dans l'industrie moyenne, et la politique de licences à l'exportation suivie par le Gouvernement subit assez fréquemment des infractions. Ces dernières d'ailleurs étaient fatales et le plus étonnant, semble-t-il, est que le système ait pu fonctionner d'une façon passable.

A dire vrai, il semble que le maintien des prix belges à l'étranger ait été assuré d'une façon naturelle. Les exportateurs ayant été contraints précédemment de suivre les prix de leurs concurrents sur les marchés mondiaux, leurs conditions de vente n'étaient pas loin d'être adaptées dès avant la dévaluation; le maintien du volume des exportations en fut la preuve. Mais ces exportations n'étaient faites que moyennant une lourde perte. La dévaluation offrant la possibilité d'un rétablissement financier, les industriels

belges mirent à profit l'occasion d'y pourvoir et, dans un intérêt bien compris, ne modifièrent pas leurs prix.

Les effets limités mais utiles de la dévaluation sur le commerce extérieur belge font ressortir le caractère même de celle-ci ; l'opération monétaire remplaça simplement à leur niveau normal des prix trop élevés. La situation fut toute différente de ce qu'elle eût été si les prix belges avaient été normaux et qu'une dépréciation monétaire les eût mis au dessous du niveau mondial.

La dévaluation a permis d'éviter une contraction que les difficultés nouvelles opposées par certains pays à toute importation étrangère auraient fatalement provoquée. Elle a fourni des débouchés nouveaux dans des pays lointains. Enfin, elle a rétabli l'équilibre financier des entreprises qui précédemment se ruinaient en exportant. La Belgique ne s'est pas assurée une prime de change, mais elle a neutralisé l'avantage dont disposaient les pays sterlings, où les prix s'étaient stabilisés un peu en dessous de ceux des Etats du bloc-or.

Dans l'ensemble, toutefois, l'influence de la dévaluation sur le commerce extérieur de la Belgique n'a pas été proportionnelle à la reprise d'activité constatée à l'intérieur du pays. En cela d'ailleurs, l'expérience belge se rapproche singulièrement de l'expérience faite précédemment par certains pays scandinaves et par les autres pays du bloc sterling, qui ont recouru à la dévaluation. En fait, c'est le marché intérieur qui fournit, en Belgique, la base de l'amélioration la plus sensible des échanges, comme le prouve l'évolution même du commerce extérieur confronté à l'important accroissement de la production et les statistiques du transport des principales marchandises, qui dénotent une progression beaucoup plus considérable du trafic intérieur que du trafic avec l'étranger.

B. — Marché intérieur

L'action de la dévaluation sur le marché intérieur est la résultante d'un certain nombre de facteurs.

Tout d'abord, la dépréciation de la monnaie provoque le renchérissement des marchandises étrangères que les produits indigènes tendent à remplacer. L'accroissement automatique de la protection détermine cette substitution dont l'ampleur s'établit à sa mesure.

L'aggravation de protection ne correspond pas toutefois forcée-

ment à la hausse théorique de dévaluation. Un rapide calcul montre quel en fut, en Belgique, l'ordre de grandeur :

Soit l'importation mensuelle moyenne pendant les 3 ^e et 4 ^e trimestres de 1935	1.500 millions
72 × 1.500	
Soit en francs 1926 environ	1.080 millions
100	
Si, en francs 1935, les prix d'importation ne s'étaient pas élevés davantage que les prix de gros intérieurs, soit 25 %, l'importation mensuelle se serait chiffrée par	1.350 millions
La dévaluation a donc fait apparaître par voie monétaire, une augmentation par mois de l'ordre de	150 millions
Suppression ou diminution des droits de licence et de certains droits de douane, moyenne mensuelle de (1)	7 millions
Augmentation mensuelle nette de la protection	143 millions
Protection douanière, en moyenne par mois (2)	230 millions
Protection totale	380 millions
Soit 28 %, dont : a) 11 % pour la protection monétaire ;	
b) 17 % pour la protection douanière.	

Sans la dévaluation, la protection n'aurait été que de 240 millions environ pour 1.080 millions, soit 22 %. Malgré les mesures douanières prises pour éviter une hausse trop forte des prix, la protection globale fut, par la dévaluation, augmentée d'un peu plus du quart, celle-ci assurant à elle seule une protection de 11 %. Cette aggravation était assez sensible pour ne pouvoir être compensée qu'en partie et sur certains points par la politique plus libérale suivie en matière de contingentements; elle devait fatalement amener le développement, d'ailleurs souhaité, de certaines industries belges.

Mais la cause principale de la reprise intérieure reste incontestablement l'influence psychologique qu'exerça l'opération monétaire.

La déflation indéfinie et lente de 1934 avait incité le public à différer ses achats et les commerçants à réduire leurs stocks au strict minimum. La dévaluation, en agissant à la façon d'une assurance, rendit confiance. Sans parler des achats spéculatifs de particuliers décidés à acquérir des valeurs réelles plutôt qu'à conserver leur monnaie, il est certain que la perspective d'une monnaie sûre ne put qu'encourager la conclusion de contrats ou la consti-

(1) Total des dégrèvements accordés pour 1935 (discours de M. van Zeeland le 26 octobre) 240 millions. Dégrèvements autres que douaniers, 187 millions. Solde pour dégrèvements douaniers 53 millions, applicables à 8 mois de 1935.

(2) Projet du budget de 1936. Recette annuelle prévue, 2.784 millions.

tution de stocks. La reprise s'amorça d'autant plus facilement que l'on escompta, par l'incidence de la dévaluation sur les importations, une légère hausse des prix. Les stocks se reconstituèrent, les débouchés se rouvrirent. Le « boom » initial permit d'emboucher un personnel dont les salaires augmentèrent ultérieurement le pouvoir d'achat national.

Les transactions se ranimèrent, parce que la thésaurisation cessa. Le retour des capitaux belges précédemment émigrés et la venue des capitaux étrangers influèrent fortement sur la situation du marché. Le loyer de l'argent baissa, les charges financières des entreprises diminuèrent, les fonds de roulement purent être facilement augmentés. Aussi bien, le développement des courants d'échange réduisit-il les frais généraux et les prix de revient fléchirent cependant que les prix de vente restaient inchangés ou progressaient légèrement. Le relèvement forcé des prix de la concurrence étrangère permit aux producteurs du pays de travailler à nouveau avec bénéfice tant sur le marché national qu'à l'exportation. L'accroissement des profits, l'augmentation du volume des salaires bénéficièrent en fin de compte au commerce intérieur. Le public qui s'était restreint depuis longtemps préféra dépenser qu'épargner et les achats de consommation courante ne cessèrent de croître. L'afflux d'un grand nombre de touristes, attirés par l'Exposition et dont beaucoup, séduits par le bon marché du coût de la vie, séjournèrent assez longtemps en Belgique, élargit encore les débouchés.

L'amélioration progressive de la situation industrielle et agricole permit d'entretenir la reprise initiale et de la développer. Le même processus, qui, au moment de la déflation avait paralysé progressivement l'économie, joua alors en sens contraire et la libéra de plus en plus. Le Gouvernement eut soin, au reste, d'aider les effets naturels de la dévaluation par une politique qui ne pouvait qu'accroître leur incidence : campagne en faveur des produits belges, extension des Travaux Publics et réorientation industrielle, ces deux dernières mesures trouvant d'ailleurs directement dans la dévaluation, par utilisation de la plus-value de l'encaisse-or, leur origine et leurs possibilités de réalisation.

Bref, par le concours de divers facteurs naturels et d'une judicieuse politique des Pouvoirs Publics, l'économie du Royaume bénéficia pendant l'année qui suivit la dévaluation, d'un accroissement particulièrement important des transactions intérieures.

Celui-ci ne fut peut-être pas aussi considérable ni aussi net que dans certains pays tels que la Grande-Bretagne ou les Etats-Unis, mais il ne faut pas oublier que, petit pays, la Belgique possède un marché national bien plus réduit et que la structure même de son économie, essentiellement spécialisée, transformatrice et exportatrice, le contraria. Phénomène nouveau, d'autant plus remarquable qu'il s'oppose à une longue tradition, le développement du commerce intérieur plus important que celui du trafic avec l'étranger, traduit, à la suite de la dépréciation monétaire, une tendance de repliement sur elle-même de l'économie nationale et témoigne d'une évolution parallèle à celle d'autres pays dévaluateurs. Pour la Belgique, comme pour ceux-ci, la dévaluation semble avoir fourni un point d'appui sérieux pour faciliter une adaptation de caractère autarchique aux conditions nouvelles de l'économie.

De multiples indices, ne fussent que les statistiques du commerce extérieur par la différence des importations et des exportations ainsi que par l'évolution des courants d'échange, témoignent de l'ampleur du développement du marché intérieur.

Le tableau suivant montre l'activité de la construction immobilière à la suite de la dévaluation.

Activité de la construction

(Demandes d'autorisation de bâtir dans 53 agglomérations et 115 communes).
(Constructions nouvelles et transformations)

	1934	1935	Augmentation en 1935	
1 ^{er} trimestre	5.840	5.804	— 36	— 0,6%
2 ^e trimestre	7.050	10.156	+ 3.106	+ 43 %
3 ^e trimestre	5.872	8.058	+ 2.186	+ 38 %
4 ^e trimestre	4.731	6.347	+ 1.616	+ 35 %

Le nombre d'autorisations mensuelles de bâtir délivrées dans les agglomérations urbaines dépasse de plus de 50 % celui de 1934 et le chiffre des constructions nouvelles fut proportionnellement beaucoup plus élevé que celui de l'année précédente.

Le trafic des Postes, Télégraphes et Téléphones, ainsi que les statistiques des grands magasins, donnent une preuve concordante. L'indice des chiffres d'affaires (1) des grands magasins par

(1) Moyenne mensuelle 1927 = 100.

exemple, qui était tombé en février 1935 à 54 pour les vêtements, à 80 pour l'ameublement et à 84 pour les articles de ménage et divers, passait en mai, après la période de spéculation immédiatement consécutive à la dévaluation, à 99, à 108 et à 106. Se maintenant à un niveau élevé pendant tout le cours de l'année, ces indices se trouvèrent en décembre aux niveaux respectifs de 91, 112 et 160. Les indices des petits magasins et coopératives témoignèrent d'une évolution analogue. De façon générale, compte tenu de la hausse des prix, ils font apparaître par rapport à l'année précédente une augmentation de volume des transactions d'environ 20 %.

Le rendement de la taxe de transmission perçue sur les ventes effectuées à l'intérieur du pays confirme cette indication. Toutes corrections faites, il augmenta en un an de près de 40 %, dont la moitié seulement paraît attribuable à la hausse des prix. Les recettes des Chemins de Fer dénotent une augmentation du même ordre du trafic des marchandises et du trafic des voyageurs dont le développement continua après l'Exposition. Malgré une diminution des tarifs en janvier 1935 et un relèvement des traitements en novembre, le déficit comptable fut ramené à 78 millions en 1935 contre 182 millions en 1934.

Les statistiques de la Banque Nationale, relatives au mouvement général des affaires, confirment la même évolution. Le mouvement général des recettes et paiements, celui des comptes courants particuliers, le mouvement des Chambres de compensation témoignent d'un accroissement d'activité de l'ordre de 20 à 25 %.

Tendance du mouvement des affaires

Années	Mouvement général		Mouvement des Chambres de compensation	
	Recettes et paiements (B. N.)	Comptes courants particuliers	Pièces compensées	Capitaux compensés
	(milliards de francs)		(millions de francs)	
1928	511	249	4.521.363	443.228
1929	568	274	4.910.467	483.518
1930	508	240	4.723.408	454.012
1931	471	227	4.382.935	373.388
1932	434	209	4.143.300	292.943
1933	420	199	4.044.234	251.656
1934	394	197	3.943.502	268.222
1935	571	259	3.882.261	299.958
1936	572	251	3.914.044	324.371

Le progrès de l'activité économique du Royaume se traduit d'ailleurs par une amélioration du niveau d'existence de la population. Le rendement de la taxe sur les spectacles augmenta fortement ; de même la consommation du tabac s'éleva assez sensiblement, ainsi que le montrent les chiffres suivants représentant les livraisons à la consommation :

Consommation du tabac

	Cigares	Cigarillos	Cigarettes	Tabac non fabriqué
	(millions de pièces)			(tonnes)
1933	203	357	5.525	12.461
1934	178	412	4.971	12.786
1935	193	511	4.954	12.938
1936	197	580	5.116	13.351

La consommation de la viande s'accrut également. La moyenne mensuelle des têtes de gros bétail abattues passa de 13.852 en 1934 à 16.027 pour 1936.

Le volume des ventes augmentant, le pourcentage des frais généraux qui écrasait le petit et le moyen commerce diminua ; les situations s'assainirent. En 1935 il ne fut relevé que 758 faillites et 163 concordats contre 1.218 et 220 en 1934. Au cours des deux premiers mois de 1936 il fut signalé seulement 11.000 protêts au lieu de 15.000 pendant la même période de l'année 1935. La diminution est d'autant plus frappante que le nombre d'effets émis fut fortement accru par suite du développement des transactions. Les classes moyennes, jadis très turbulentes sous l'effet de la crise, s'assagirent peu à peu, donnant ainsi un critère intéressant de l'amélioration provoquée par l'opération monétaire.

Le développement du marché intérieur eut une influence décisive sur l'activité industrielle du pays ; celle-ci d'ailleurs, au fur et à mesure qu'elle augmentait, intervenait par action réciproque pour accroître les transactions intérieures. La réduction du chômage et la hausse des salaires qui relevaient le pouvoir d'achat de la classe ouvrière, l'accroissement des profits industriels et des cours de la Bourse qui augmentaient le pouvoir d'achat de la bourgeoisie, suffirent après quelque temps à assurer à bon nombre d'entreprises, sur le marché national, des débouchés correspondant

à leurs facultés normales de production, au moins jusqu'à ce que fussent reconstitués des stocks progressivement épuisés.

★
★★

En résumé, de l'évolution des échanges après la dévaluation du belga, il est permis de conclure que :

1° Sur le marché intérieur, une amélioration sensible se manifesta dès les premiers mois qui suivirent l'opération monétaire, et que cette amélioration se maintint et se confirma au fur et à mesure que le temps passa.

2° Dans le domaine du commerce international, les modifications apportées par la dévaluation monétaire se manifestèrent plus par une amélioration progressive des tendances que par des changements brusques dans le volume des transactions. La seule modification immédiate attribuable à la dévaluation, fut la création d'une marge bénéficiaire pour le commerce d'exportation. L'exportation de produits fabriqués reprit peu à peu sa place normale dans l'équilibre du commerce d'exportation.

D'une manière générale, on peut dire que la dévaluation du belga n'a entraîné aucun désordre dans l'économie du Royaume ; elle a, au contraire, puissamment contribué au rétablissement et à la consolidation d'un équilibre normal dans la structure industrielle et agricole du pays.

SECTION II. — PRODUCTION

A. — La situation de l'Industrie

Pour les mêmes raisons qui amenèrent une amélioration des échanges, la dévaluation provoqua un accroissement de la production industrielle. Mais, plus que d'accélérer ce développement déjà ébauché à la fin de 1934, elle eut surtout pour effet de modifier complètement la situation financière des entreprises. En un an, elle permit de reconstituer les marges bénéficiaires.

1° ACTIVITÉ DES ENTREPRISES

Un an après la dévaluation, les indices font ressortir un développement très net de production. Succédant à la réaction qui suivit le « boom » initial, une reprise durable tend à se manifester dans tous les domaines. Les résultats acquis prouvent d'ailleurs combien il serait erroné d'attribuer à l'Exposition de Bruxelles, l'amélioration de la situation. C'est précisément à la fermeture de celle-ci que le redressement se révèle le plus clairement. Le dernier trimestre de 1935 et le premier trimestre de 1936 marquent une progression constante. Quelques chiffres montreront le chemin parcouru en un an. Pour que le choix de ces indices ne soit pas considéré comme arbitraire, ou suspect de partialité, on en confrontera un certain nombre dont la concordance permettra de dégager facilement le sens de l'évolution.

Les deux tableaux suivants, reprenant le mouvement des wagons fournis à l'industrie et la consommation de l'électricité, montrent un progrès de 15 à 20 % du premier trimestre de 1935 au premier trimestre de 1936. La similitude des coefficients d'amélioration est remarquable. Elle corrobore pleinement les résultats donnés par les statistiques des Grands Magasins et des taxes fiscales (1). Le pourcentage de 20 % semble un chiffre à retenir comme mesure du développement industriel dû à la dévaluation.

Nombre total de wagons fournis à l'industrie
(en milliers de wagons)

	1934	1935	1936	Progrès 1935-34	Progrès 1936-35
Premier trimestre	1.318	1.216	1.433	— 7 %	+ 17%
Avril	408	443		+ 11 %	
Mai	417	472		+ 15 %	
Juin	423	442		+ 6 %	
Juillet	411	453		+ 2 %	
Août	443	472		+ 7,4%	
Septembre	462	480		+ 4,1%	
Octobre	509	554		+ 7,7%	
Novembre	474	514		+ 8,7%	
Décembre	408	470		+ 18 %	

(1) Cf. Marché intérieur.

*Pourcentage d'augmentation de la production d'énergie électrique
par rapport aux mois de l'année précédente
(en millions de kilowatt-heure)*

	1934	1935	1936	Progrès 1935-34	Progrès 1936-35
Janvier	364	373	437	+ 2,9%	+ 15,5%
Février	319	336	403	+ 5,2%	+ 18
Mars	356	358	422	+ 0,3%	+ 18
Avril	319	349		+ 10 %	
Mai	321	355		+ 11,5%	
Juin	315	343		+ 9 %	
Juillet	320	360		+ 13 %	
Août	319	366		+ 14,4%	
Septembre	353	362		+ 13,7%	
Octobre	358	413		+ 17 %	
Novembre	359	405		+ 13,2%	
Décembre	373	430		+ 20 %	

Quel que soit le domaine que l'on explore, le taux d'amélioration se maintient. L'indice général de la production industrielle, établi par l'Institut des Sciences Economiques de Louvain, illustre parfaitement l'évolution de la reprise des affaires et l'ampleur du développement de l'activité industrielle. De 92 — moyenne du premier trimestre de 1935 — cet indice s'élève à 112 en février 1936, témoignant d'un progrès de près de 22 %.

*Indice général de la production industrielle
(1923-1925 = 100)*

Janvier 1935	93	Août	98
Février	91	Septembre	101
Mars	92	Octobre	108
Avril	100	Novembre	113
Mai	101	Décembre	109
Juin	97	Janvier 1936	112
Juillet	96	Février	112

Le « boom » immédiatement consécutif à la dévaluation, le fléchissement pendant les mois d'été, la forte reprise d'automne sont mis clairement en évidence. Dès le troisième trimestre de 1935, la production belge dépasse nettement la moyenne de 1923-1925, sans atteindre toutefois le maximum enregistré en 1929 à l'indice 139. Plus même que ces chiffres pris séparément, est intéressant leur rapprochement. Ce dernier marque la continuité de l'amélioration, le caractère permanent de la reprise.

Le progrès de la production fut naturellement différent suivant les industries, et l'indice doit être pondéré en tenant compte de l'importance relative de chacune d'elles dans l'économie belge pour mieux correspondre à la réalité.

Indice annuel de la production industrielle
1923-1925 = 100

Base de l'indice 1923-25 = 100	1929	1934	1935	Coeffi- cient d'im- portance	Mouve- ment 19-9.35	Mouve- ment 1934-35
Carrières et indust. connexes	131,8	72,4	102	5	-29,8	+29,6
Houille et indust. connexes.	118,1	112,8	113,8	20	-4,3	+1
Métallurgie du fer	158,5	110,4	116,6	27	-31,9	+6,2
Métaux non ferreux	164,3	176,2	174,2	4	+9,9	-2
Textiles	135,5	64,5	94	24	-41,5	+29,5
Industries alimentaires	108,6	99,8	106,8	9	-1,8	+7
Tabac	111,2	107,4	105,3	1	-5,9	-2,1
Allumettes	118	61,1	82,1	1	-35,9	+21
Industrie verrière	136	55,2	59,9	7	-76,2	+4,7
Papier, ..	138,5	108,8	132	2	-6,5	+23,2
Moyenne	137,1	98,4	109,5	100	-27,6	+11,1

Le tableau ci-dessus traduit une progression de 11 %, résultats défavorables du premier trimestre inclus. Montrant que l'amélioration pendant l'année 1935 a été encore supérieure pour certaines industries particulièrement importantes telles que les carrières et les textiles, il permet généralement de tenir la majoration donnée de 20 %, comme un minimum et d'estimer à près de 25 % le développement effectif de l'activité industrielle. Si dans les résultats acquis au cours de l'année 1935, l'Exposition exerça une influence appréciable, il convient de remarquer que le programme de Travaux Publics, établi grâce à la dévaluation, ne put encore faire sentir ses effets et que les entreprises, avant d'augmenter leur exploitation, durent écouler des stocks importants. L'évolution des Charbonnages est à cet égard caractéristique. Alors qu'en un an la production n'augmenta que faiblement, de 2,2 millions à 2,4 millions de tonnes par mois, les stocks se réduisirent de près de 35 %, de 3,6 à 2,3 millions de tonnes. Aussi bien, divers facteurs particuliers agirent-ils sur certaines industries tantôt pour retarder leur développement, tantôt au contraire pour l'accélérer.

Les charbonnages profitèrent d'une restriction nouvelle des importations, de la création d'un Office National de vente des

Charbons et d'exportations exceptionnelles à destination de l'Italie. Les textiles bénéficièrent d'un accroissement des débouchés de certaines spécialités belges sur quelques marchés, et du retour à la mode du lin. Les industries de consommation, le vêtement, la chaussure, la brasserie, tirèrent avantage de l'Exposition. Mais tous ces éléments favorables ne furent que des adjuvants. La dévaluation reste, même dans les domaines où elle n'en fut pas la seule cause, le principal facteur du progrès, celui qui permit aux autres de se manifester. Son influence se fit d'ailleurs sentir exclusivement dans la métallurgie, dont les ventes, bien que cartellisées, accusèrent un net progrès sur le marché intérieur, et dans la construction immobilière. De même qu'en Angleterre et en Suède, ce fut cette industrie qui mit peut-être le plus en évidence l'incidence de la dépréciation monétaire (1).

En conclusion, il convient de remarquer que le développement de l'activité industrielle au cours de 1935 passa par deux phases bien distinctes. Pendant la première — printemps 1935 — ce furent à la suite du « boom » initial, les industries de consommation qui bénéficièrent le plus de la reprise ; pendant la seconde — qui se situe immédiatement après le déclin général des mois d'été — ce furent les industries lourdes, métallurgie ou charbonnages qui témoignèrent de la plus grande progression. L'augmentation globale de la production industrielle peut au minimum se chiffrer à environ 20 %, soit à un pourcentage nettement supérieur à celui des autres pays.

Base 1929 = 100

Pays	1934	1935	
Etats-Unis	66	75	+ 13,5 %
Grande-Bretagne	99	100	+ 1 %
Allemagne	80	94	+ 17,5 %
Pays-Bas	70	65	— 7 %
Suisse	84	80	— 5 %
France	70	65	— 7 %
Pologne	65	69	+ 6 %

En 1935, la production industrielle mondiale marqua un progrès moyen de 10 %, certains Etats — ceux du bloc-or — accusant un

(1) Cf. Les statistiques données dans l'étude du marché intérieur.

fléchissement, d'autres pays, en particulier les grands producteurs de matières premières, montrant une amélioration plus sensible. Pour apprécier le développement extraordinaire de l'industrie belge au cours de 1935, il faudrait donc, semble-t-il en toute logique, faire subir une correction aux 20 % et réduire ce pourcentage de moitié. Mais, dans le calcul définitif, il est impossible de ne pas tenir compte du déclin des pays du bloc-or dont la structure s'apparente à celle de la Belgique (Suisse, Hollande et France). Le fléchissement de 6 % dont témoigne leur activité aurait dû normalement, sans la dévaluation, se retrouver dans les indices belges. En serrant le problème de plus près, on voit que l'on arrive au même résultat. L'industrie belge paraît devoir un développement minimum de 15 à 20 % à l'opération monétaire.

Il ne faut pas oublier toutefois, que, dans le même temps, la Pologne, par une déflation plus accentuée, provoquait une augmentation de 6 % de sa production. Sans mésestimer l'influence de la dévaluation sur l'activité industrielle de la Belgique, il convient de reconnaître qu'elle n'a fait qu'accentuer un essor déjà perceptible dans les derniers mois de 1934. Elle a, d'elle-même, sans difficultés nouvelles, replacé l'économie belge dans des conditions de concurrence normale et lui a permis de se développer suivant le rythme mondial. Mais, son influence directe s'est surtout exercée sur la situation financière des entreprises. Par la dépréciation de la monnaie, l'industrie belge a moins retrouvé des débouchés que des bénéfices. Toutefois, en améliorant profondément la rentabilité des sociétés belges, la dévaluation devait nécessairement provoquer à une échéance plus lointaine, la progression générale de toute l'activité industrielle.

2° RENTABILITÉ DES ENTREPRISES

L'amélioration de la situation financière des entreprises fut due exclusivement à la dépréciation de la monnaie et à la politique des prix suivie par le Gouvernement.

L'essor mondial ne provoquait ni automatiquement ni immédiatement l'adaptation des prix belges aux cotations mondiales, ni l'équilibre des prix internes. A la suite de la dévaluation, les prix belges, exprimés en or ou en devises, fléchirent, cependant qu'en monnaie-papier ils purent se maintenir aux mêmes cotations ou

même s'élever sensiblement (1). Le nivellement des prix intérieurs et des prix mondiaux était réalisé tout en assurant aux producteurs un plus grand bénéfice. D'autre part, une rigidité naturelle renforcée par des mesures appropriées permit aux prix de détail belges de croître dans une moins forte proportion que les prix de gros et, du même coups, le décalage, provoqué par la crise et accentué par la déflation, s'atténua. Les prix de vente augmentèrent davantage que les prix de revient.

L'opération monétaire agit de deux façons. Tout de suite et d'une fois, elle amena la réalisation de bénéfices spéculatifs, le retour des capitaux émigrés, une plus-value des stocks et du portefeuille, un accroissement de la valeur des installations tandis qu'elle laissait sans modification appréciable, les postes du passif des entreprises. Les dettes, n'augmentant pas en valeur nominale, diminuaient en valeur relative. A plus longue échéance et de manière permanente, elle favorisa en même temps la hausse des prix et l'abaissement du loyer de l'Argent.

Les statistiques seules ne donnent pas un aperçu exact de la situation bénéficiaire. On connaît difficilement les amortissements, les sommes mises en réserve, employées dans l'entreprise elle-même ou dans des affaires annexes pour éviter une imposition trop forte. Aussi, avant d'étudier les chiffres eux-mêmes, peut-il paraître intéressant d'essayer de déterminer théoriquement l'ordre de grandeur de l'accroissement des profits industriels et de comparer les indications ainsi trouvées aux résultats des divers recensements.

Le volume de la production industrielle ayant de 1934 à 1935 augmenté d'environ 20 % et le niveau pondéré des prix de ventes s'étant élevé de près de 17 %, le revenu brut nominal de l'industrie progressa en un an de 40 % (2), passant de 24 à 33,5 milliards. La recette brute moyenne s'accrut par mois d'environ 790 millions.

En contre-partie, la dépense augmenta grosso modo de 335 millions, décomposés de la façon suivante :

(1) Ainsi qu'en témoignent les statistiques d'exportation, la valeur moyenne des exportations s'éleva de 15 % alors que l'index des prix de détail du Royaume n'augmentait que de 9 %.

(2) $1,17 \times 1,20 = 1,40$.

1° Matières premières ou simplement préparées :	
a) Excédent mensuel moyen de l'importation sur l'exportation :	
en 1935 : 100 millions;	
en 1934 : 30 millions.	
augmentation mensuelle pour 1935 : 70 millions	70
b) Reprise sur les stocks — chiffre impossible à préciser. En première et large approximation	100
c) Augmentation du coût des livraisons de l'agriculture à l'industrie (lin, chanvre, tabac, betteraves, etc.), 300 millions au maximum, soit par mois	25
2° Salaires :	
Augmentation mensuelle (1) pour 1935	75
3° Frais généraux :	
a) Charges d'endettement : pas d'augmentation	..
b) Divers	10
c) Augmentation des impôts : taxe de transmission 12,5 millions, autres impôts (douanes exclues) 12,5 millions	25
4° Amortissement industriel :	
Accroissement des dépenses de renouvellement en première et large approximation	30
Total	335
(millions)	

L'accroissement de la recette nette globale de l'industrie se chiffrerait donc par mois à près de 455 millions et pour l'année entière à environ 5 1/2 milliards.

Un calcul plus simple donnerait d'ailleurs des résultats comparables. Si l'on estime à 20 % le développement de la production, à 25 % l'élévation des prix de gros et à 12 % celle des frais généraux déterminée par la hausse des prix de détail, il vient :

Augmentation du Revenu brut :

50 % (2) de 24 milliards 12 milliards

Augmentation des Dépenses :

34 % (3) de 24 milliards 7 milliards

Augmentation du Revenu Net 5 milliards

Vu l'inexactitude pesant sur la détermination de ces chiffres, seul leur ordre de grandeur doit être retenu. En fait, ils montrent que le produit net global de l'industrie s'est accru d'une année à l'autre, suivant les calculs théoriques de quelque 22 % de l'ancienne recette brute. Bien que différente suivant chaque industrie, suivant chaque entreprise, l'amélioration est fort nette. Pour apprécier sa valeur relative exacte, il conviendrait toutefois de corriger l'accroissement du bénéfice du nouveau pouvoir d'achat de la monnaie. Diminué de 12 % pour tenir compte de la hausse du coût de la vie, il s'établirait en moyenne à 4,5 milliards soit 18 % de la recette brute de 1934. Le résultat est fort appréciable.

(1) Compte tenu d'une augmentation moyenne de 4 % des traitements, et de la résorption du chômage.

(2) $1,25 \times 1,20 = 1,50$.

(3) $1,12 \times 1,20 = 1,34$.

Les statistiques établies par la Banque Nationale de Belgique confirment cette amélioration et mettent en lumière la réapparition de la marge bénéficiaire dans les bilans des entreprises.

Le tableau I fait ressortir une diminution considérable des faillites.

TABLEAU I

Période de treize semaines : 1935	Faillites		Concordats homologués		Gestions contrôlées	
	Nombre	% par rapport à 1934	Nombre	% par rapport à 1934	Nombre	% par rapport à 1934
Première période	241	64	55	94,8	54	—
Deuxième période	206	64	52	91,2	49	—
Troisième période	133	50	35	61,4	18	—
Quatrième période	178	68	21	43,8	31	163
1936		% par rapport à 1935		% par rapport à 1935		% par rapport à 1935
Première période	151	39	29	50	19	53
Deuxième période	155	48	34	59	37	75
Troisième période	136	50	15	26	14	73
Quatrième période	179	68	28	58	16	50

Le tableau II montre :

1° La diminution des pertes des Sociétés par actions, qui de 1934 à 1936 passent de 1.670 millions d'anciens francs, à 1.170 millions de nouveaux francs.

2° L'augmentation considérable pendant les deux années qui suivirent la dévaluation des réductions de capital, des liquidations et fusions de sociétés, qui témoigne de l'assainissement général de la situation et permet peu à peu un relèvement appréciable du montant des émissions nouvelles.

TABLEAU II

Pertes et décapitalisation des compagnies par actions

Années	Pertes de l'année	Réductions de capital (en milliers de francs)	Liquidations et fusions (en milliers de francs)	Emissions apparentes de capitaux frais
1931.. .. .	1.184.794	787.705	1.859.838	2.024.676
1932.. .. .	2.047.674	1.425.940	1.393.015	630.901
1933.. .. .	2.103.787	1.142.210	705.766	619.999
1934.. .. .	1.669.209	1.306.184	1.442.119	347.691
1935.. .. .	1.219.768	2.164.803	3.017.690	487.150
1936.. .. .	1.169.540	1.961.853	764.550	670.829

Le tableau III qui détermine l'évolution de la rentabilité des Sociétés Anonymes belges est encore plus intéressant.

TABLEAU III

Rentabilité de l'ensemble des sociétés anonymes belges
(Millions de francs)

Années	Nombre de sociétés	Capital versé	Dette obligataire	Coupons d'obligations payés	Bénéfice total	Perte totale	Solde	Solde bénéficiaire en % du cap. versé	Bénéfice distribué		% du solde bénéficiaire	Rentabilité éco. nom.	Rentabilité du capital versé
									total	en % du capital versé			
1928..	5.063	21.600	4.054	241,0	5.264	332	4.932	22,83	2.898	13,4	58,75	20,0	22,8
1929..	5.719	28.658	4.089	204,1	6.159	363	5.796	20,23	3.479	12,1	60,—	18,4	20,2
1930..	6.668	43.785	6.527	339,6	7.043	719	6.324	14,44	4.028	9,2	63,68	13,2	14,4
1931..	7.091	49.386	9.078	510,8	5.543	1.185	4.358	8,84	3.547	7,2	81,39	8,4	8,9
1932..	7.130	49.539	10.477	587,6	3.457	2.048	1.409	2,85	2.447	4,9	173,55	3,3	2,8
1933..	7.062	48.907	10.765	600,0	2.893	2.104	789	1,61	2.135	4,4	270,60	2,3	1,6
1934..	7.334	48.686	10.513	571,0	3.003	1.669	1.334	2,74	2.183	4,5	163,64	3,2	2,7
1935..	7.183	44.715	10.292	584,9	2.875	1.220	1.655	3,70	2.167	4,8	130,94	4,0	3,7
1936..	7.478	44.979	10.504	565,9	4.216	1.169	3.047	6,77	2.863	6,4	94,16	5,5	4,5

Ce tableau fait remarquer :

1° L'augmentation du solde bénéficiaire, qui de 1934 à 1936 (1) s'accroît de quelque 128 %. Cette augmentation est d'ailleurs plus forte qu'il n'apparaît de prime abord. Il faut, en effet, rapprocher du chiffre des bénéfices, celui du capital versé qui accuse une déflation de 4 milliards. Le pourcentage du solde bénéficiaire au capital versé est passé de 2,74 à 6,77, témoignant d'un relèvement considérable de près de 250 %.

2° La légère progression du nombre des sociétés, qui, tout en montrant la prudence des industriels belges à suivre la reprise, indique l'amélioration très nette et très brusque de la situation économique.

3° Le maintien de la dette obligataire à un niveau sensiblement égal. Le rapport de la dette obligataire au capital versé s'est accru à la suite de la déflation subie par celui-ci, mais les charges qu'entraîne la dette n'ont pas été majorées de la même proportion en raison de la réduction générale des taux d'intérêt. Il semble qu'il

(1) Exercice où seuls peuvent se comptabiliser pleinement les effets de la dévaluation.

y ait eu, par conversion, des consolidations d'emprunts et même, substitution à certaines actions d'obligations.

4° La réduction considérable du pourcentage au solde bénéficiaire du bénéfice distribué. Passant de 163,6 à 94,2 cet indice montre que contrairement aux années précédentes, on a en 1936, pour la première fois depuis la crise, distribué moins de bénéfices que l'on en a gagné. Des réserves purent être faites. La situation changeant du tout au tout, redevint saine. La rentabilité économique passa de 3,2 à 5,5 et la rentabilité du capital versé progressa de 2,7 à 4,5.

En 1936, sur 7.478 sociétés recensées, 5.478 sociétés accusèrent des bénéfices et 2.000 sociétés des pertes, alors qu'en 1934 sur 7.334 sociétés recensées, 3.059 avaient été en perte et 4.275 en bénéfice. Pour avoir d'ailleurs une impression d'ensemble du rendement des sociétés anonymes belges après la dévaluation, il convient, pour chaque industrie, de dresser un tableau du rendement en % du capital versé, en remarquant qu'il s'agit d'un pourcentage en fonction du capital versé, donc nominal, sans rapport avec la capitalisation boursière des entreprises.

TABLEAU IV

Rendement des principales industries belges
(En % du capital versé)

	1927	1928	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935	1936
Banques	11,52	13,19	12,97	11,—	10,99	7,29	6,95	6,49	4,67	4,67
Charbonnages	19,76	11,33	10,33	14,61	6,19	3,19	2,75	2,13	2,18	2,18
Métallurgie	11,45	10,64	12,64	11,36	3,87	1,82	1,64	2,09	3,85	3,85
Textiles	17,69	17,73	10,92	6,57	3,99	2,78	1,88	2,40	2,55	2,55
Produits chimiques	14,55	12,52	16,32	8,31	3,27	2,11	1,99	2,25	2,80	2,80
Construction	7,21	5,04	6,85	6,11	5,27	4,12	5,35	7,17	7,35	7,35
Industries du bois (1) ..	—	7,66	6,02	5,72	7,47	2,33	1,30	2,93	1,59	1,59
Industries alimentaires ..	10,95	13,18	15,73	11,85	10,53	9,75	9,12	8,73	7,59	7,59
Verreries	36,38	10,43	11,85	8,05	6,85	4,15	3,92	2,24	2,91	2,91
Glaceries		121,60	120,41	150,72	117,88	64,89	27,69	28,09	56,12	4,12
Electricité	14,78	15,42	13,91	11,92	11,30	9,84	9,38	10,14	11,54	11,54
Matériaux artificiels ...	8,25	11,39	9,90	6,81	5,21	3,16	1,67	2,04	1,76	1,76
Sociétés coloniales et plantations	9,82	8,73	9,33	3,77	5,43	2,91	2,08	2,72	2,89	2,89

Faible pour l'électricité, les banques, la construction, l'industrie alimentaire, l'amélioration est particulièrement sensible pour les charbonnages, la métallurgie, les textiles, les produits chimiques

(1) La rubrique n'a été créée qu'en 1928.

et certaines sociétés coloniales. Elle porte surtout sur l'industrie lourde et l'industrie des produits bruts, essentielles dans l'économie du Royaume. Le progrès des rendements est manifeste pour les biens de production et les biens de consommation durable (verreries, glaceries, etc.). Quoique ceux-ci continuent à jouir d'un avantage marqué sur les biens de production, la situation de ces deux séries d'industries accuse un changement très net par rapport à l'année précédente. C'est ainsi par exemple que les émissions se sont accrues dans le secteur des biens de production de 340 % environ, et de seulement 200 % dans celui des biens de consommation, les premières s'élevant de 164 millions (1) à 606 millions, les secondes passant de 268 millions en 1934 à 720 millions en 1935.

Certaines statistiques de la Banque Nationale montrent également que les petites entreprises, de capital inférieur à un million, ont mieux profité que les autres de l'amélioration générale. Leur solde bénéficiaire par rapport au capital versé s'est accru en 1935 de 1,30 % alors que le progrès ne fut en moyenne que de 1 %. Cette évolution, de prime abord peut-être surprenante, provient du net développement du marché intérieur.

Le fait que le pourcentage du bénéfice distribué pour l'exercice 1935 par les sociétés ayant leur principale exploitation en Belgique (5,17 %) fut supérieur à celui des sociétés exploitant au Congo (3,52 %) et à l'étranger (3,67 %) prouve que la reprise intérieure fut en grande partie indépendante du redressement mondial.

Ainsi que le montrent les tableaux V et VI, l'influence de la dévaluation a été décisive.

TABLEAU V

Sociétés Anonymes Belges	4 ^e Trimestre 1934	4 ^e Trimestre 1935
Bénéfices	681	834
Pertes	373	280
Dividendes distribués	529	609

(1) Statistiques de la Banque Nationale.

TABLEAU VI

*Les variations saisonnières
dans la distribution des dividendes et intérêts
(en millions de francs)*

	1934	1935	1936
Janvier	139	142	134
Février	49	44	63
Mars	384	365	346
Avril	355	288	467
Mai	529	492	669
Juin	190	197	224
Juillet	304	305	479
Août	62	68	92
Septembre	85	79	109
Octobre	237	258	296
Novembre	232	275	327
Décembre	189	221	230
Total.....	2.755	2.734	3.438

Ce tableau doit être lu en ayant dans la pensée que les distributions de 1934 concernent des activités exercées pendant 1933 et, que les résultats de 1935 reflètent en partie ou en totalité la situation de 1934, tout en subissant l'influence du premier trimestre si critique de 1935.

On remarque :

1° En 1935, par rapport à 1934, la diminution des dividendes distribués jusqu'au mois de juin, c'est-à-dire jusqu'au moment où la dévaluation a pu faire sentir son influence sur l'exercice.

2° A partir de juin 1935, jusqu'en mars 1936, une amélioration constante et progressive des dividendes mensuels distribués par rapport à la période correspondante de l'année précédente. Le peu d'importance relative de cette amélioration s'explique par l'obligation d'inclure dans l'exercice écoulé les trois premiers mois de l'année 1935. La nécessité de tenir compte de ce trimestre est également la raison pour laquelle les dividendes distribués en janvier et en mars 1936 sont de loin inférieurs à ceux distribués les mêmes mois de 1935 ou de 1934.

3° A partir d'avril 1936, une hausse immédiate et considérable des dividendes qui passent pour ce seul mois de 355 millions en 1934 et de 288 millions en 1935, à 467 millions. La progression continue à se développer. En août par exemple, les dividendes distribués sont de 92 millions contre 62 millions en 1934 et 68 millions en 1935.

Le progrès de la moyenne mensuelle à partir du mois d'avril

1936 est d'environ 30 à 35 %. Correction faite de la hausse des prix et du nouveau pouvoir d'achat de la monnaie, l'accroissement des dividendes distribués paraît de l'ordre de 15 à 20 %. La comparaison des chiffres de ce dernier tableau ne permet pas d'équivoques sur l'action de la dévaluation. La réapparition de marges bénéficiaires, dès que l'incidence de la dépréciation monétaire a pu se faire sentir, est un fait évident. L'opération a transformé complètement la situation financière des entreprises industrielles. De même, elle a amélioré davantage les conditions d'exploitation de l'agriculture qu'elle n'en a, de façon générale, intensifié le développement.

B. — La situation de l'agriculture

Contrairement aux expériences anglaise et américaine, la dévaluation ne s'est accompagnée en Belgique d'aucune politique spécifiquement agricole. On ne diminua pas la production et on ne distribua pas de subventions comme aux Etats-Unis. On n'institua pas de protectionnisme rigoureux comme en Grande-Bretagne. Les résultats constatés un an après la dévaluation peuvent donc, en général, apparaître uniquement comme la conséquence de cette opération. Leur interprétation est d'ailleurs assez complexe.

L'agriculture belge se trouvait, avant la dévaluation, dans une situation qui, sans être brillante ni même satisfaisante, était en général supportable. Un système protectionniste assez développé garantissait la viabilité des exploitations agricoles en les défendant contre le dumping de certains pays étrangers, notamment de la Hollande et du Danemark, ainsi qu'en assurant par des primes la « valorisation » de certaines productions, en particulier des céréales. Mais c'était bien entendu au détriment de l'économie générale et surtout de l'industrie d'exportation. La protection agricole maintenait certaines cotations à un niveau qui aggravait le déséquilibre des prix internes.

Par la dévaluation, on pouvait espérer modifier cette situation, en mettant les prix agricoles belges au niveau des prix étrangers (primes d'exportation exclues), et, réduire du même coup une protection trop artificielle. Les agriculteurs, comme tous les producteurs, devaient profiter de l'opération par l'augmentation des prix et l'élargissement des débouchés intérieurs. Les indices agricoles établis par le Boerenbond donnent une impression

d'ensemble de l'évolution de l'Agriculture pendant l'année qui suivit la dévaluation. Le tableau suivant reprend les principales variations des recettes et des dépenses.

	Index des recettes agricoles		Index des frais de production		Ecart des index - or	
	papier	or	papier	or		
Mars 1935	406	59	606	87	-28	32,2 %
Mars 1936	541	56,1	667	69,1	-13	18,8 %
Augmentation	+33 %		+10 %			

La situation économique s'est sensiblement améliorée de mars 1935 à mars 1936 ; l'index-papier des recettes agricoles augmente de quelque 33 % alors que celui des dépenses ne subit qu'une hausse de 10 % (1). D'autre part, l'écart entre les index-or est ramené de 28 à 13 points. Ces chiffres n'ont qu'une valeur comparative par rapport à la situation d'avant-guerre ; bien que l'index des recettes agricoles soit encore inférieur de 18,8 % à celui des frais de production, ils ne signifient nullement un déficit des entreprises, mais simplement une situation moins prospère qu'en 1914. Déjà en 1929 la différence des deux index-or était de 7 points en faveur du second.

L'étude mensuelle des index conduit à la même conclusion. Elle montre toutefois, à la fin de l'année qui suivit la dévaluation, une tendance à une nouvelle augmentation de l'écart qui les sépare.

	Indices des frais de production	Indices des prix de vente	Différence
1909-1914	100	100	
1935 :			
Janvier	91	66	-25
Février	89	62	-27
Mars	87	59	-28
Avril	65	47	-18
Mai	64	49	-15
Juin	65	52	-13
Juillet	65	52	-13
Août	65	54	-11
Septembre	66	56	-10
Octobre	66	59	-7
Novembre	67	60	-7
Décembre	67	59	-8
1936 :			
Janvier	67	59	-8
Février	68	58	-10
Mars	69,1	56,1	-13

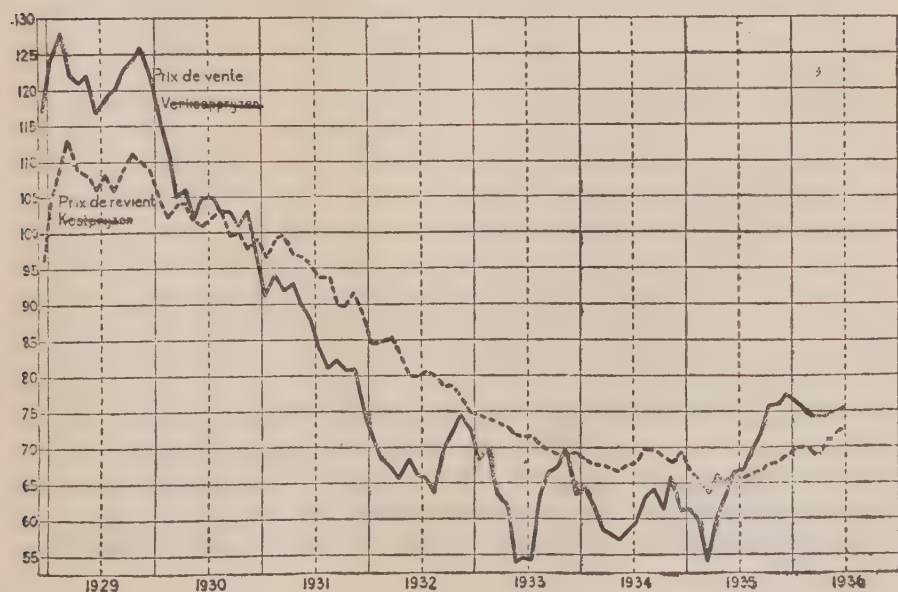
(1) L'index des frais de production est insuffisamment pondéré. En tenant compte de la valeur relative de chaque dépense et de l'augmentation des salaires en nature, la hausse atteignit 15 à 20 %.

Dès les premiers mois, l'écart entre les frais de production (fermage, main-d'œuvre, intérêts des emprunts) et les prix de vente se réduit considérablement (10 points) ; puis l'amélioration se poursuit plus lentement et neuf mois sont nécessaires pour diminuer à nouveau la différence de 10 points. L'amélioration se fait suivant le mécanisme prévu, les prix de vente, aidés d'ailleurs par la hausse mondiale s'élevant assez sensiblement, les frais de production demeurant relativement stables. Cependant, le progrès n'est pas complet ; l'indice des prix de vente reste encore inférieur à celui des frais de production et son augmentation relative ne fait qu'atténuer une crise qui demeure. Au fur et à mesure que l'on s'éloigne de la dévaluation, l'influence de celle-ci s'affaiblit sensiblement. Au cours du premier trimestre de 1936, l'écart des indices s'accroît à nouveau, plus que ne le voudraient les seules influences saisonnières.

Au demeurant, le graphique suivant rend assez bien compte de l'évolution générale de la situation qui indiscutablement s'est améliorée mais peut-être moins qu'on ne l'aurait souhaité.

*Prix de vente et prix de revient comparés des produits agricoles
(Culture et Elevage)*

En indices sur la base de la moyenne des années 1928 à 1932



Quand de l'ensemble on passe aux détails, on est amené à des conclusions fort nuancées. L'effet de la dévaluation fut très différent suivant les produits :

	Index en fr.-papier		Augmentation en o/o
	Mars 1935	Mars 1936	
<i>Produits végétaux :</i>			
Froment	299	527	76
Seigle	379	451	19
Avoine	356	463	30
Orge	403	426	6
Lin	510	570	12
Pommes de terre	354	633	79
Paille	310	412	33
Chicorée	239	275	15
Sucre cristallisé	423	500	18
<i>Produits animaux :</i>			
Chevaux	308	403	31
Bovidés	503	548	9
Beurre	478	589	23
Porcs	369	555	50
Oufs	349	482	38

D'une façon générale, la hausse des produits végétaux fut nettement plus forte que celle des produits animaux. L'index des premiers s'est élevé de mars 1935 à mars 1936 de 358 à 533 soit de 49 %; celui des seconds est passé de 428 à 545, en augmentation de 27 %. L'influence de la dévaluation s'est fait surtout sentir sur les produits dont les prix dépendaient des cotations mondiales, qu'il s'agisse soit de marchandises exportées soit d'articles peu protégés contre les importations étrangères.

Il n'y a pas eu d'amélioration automatique. Les prix du blé ont monté, ceux du seigle et de l'orge sont restés presque stationnaires. Le prix de la viande de porc s'est élevé, celui de la viande de bœuf n'a pas bougé. La dévaluation a accentué des phénomènes particuliers plutôt qu'elle n'a suscité d'évolution propre. La condition d'une agriculture dépend de facteurs naturels et internationaux auprès desquels une opération monétaire, malgré son importance, demeure un élément secondaire. La hausse du blé provint essentiellement du redressement des cours mondiaux; celle des pommes de terre, de la médiocrité de la récolte; celle du lin d'un développement de la demande provoquée par une mode nouvelle. La hausse du prix des porcs fut due à un mouvement cyclique bien connu amené par la réaction des éleveurs devant les bas prix de 1934, et, celle des œufs à l'augmentation des produits nécessaires à l'alimentation des volailles. La même évolution

ne se retrouve pas dans d'autres productions absolument comparables. La dévaluation n'a fait, par exemple, qu'arrêter la baisse des prix du bœuf et entraîner une légère élévation des cours de la chicorée et du sucre, limitée immédiatement par les difficultés d'exportation.

L'heureuse incidence de l'opération monétaire s'est manifestée surtout de manière indirecte. En provoquant le développement du marché intérieur, la dévaluation eut pour effet d'accroître les achats de denrées alimentaires et de cultures industrielles. Son principal bénéfice reste d'avoir marqué la fin d'une déflation essentiellement préjudiciable à l'agriculture, et d'avoir permis aux facteurs extérieurs de faire sentir pleinement leur influence sur les prix de vente sans intervenir sur les prix de revient.

Le détail de l'évolution des frais de production montre le retard et la faible amplitude de leur adaptation.

Frais de production

	Index en fr.-papier		Augmentation en o/o
	Mars 1935	Mars 1936	
Fermages	530	590	11
Salaires	730	760	4
Engrais	367	414	13
Aliments	377	454	20
Plants et semences	793	785	1
Matériel	705	780	11
Impôts	1.037	1.227	18
Frais généraux	705	755	7

L'index général des frais de production de 1936 demeure inférieur de quelque 30 % à celui d'avant-guerre. Si la hausse des aliments et, par la généralisation des baux en nature, la progression des taux de fermage furent particulièrement rapides, les salaires, les frais généraux et les dépenses de matériel ne varièrent que faiblement. Compte tenu de la valeur relative de chaque dépense et de l'augmentation de valeur des salaires en nature, l'index général ne dut pas s'élever de plus de 15 à 20 %.

L'agriculture belge connut à la fin de 1935 une période de détente qu'il ne faut ni mésestimer ni exagérer. Dans l'ensemble la dévaluation a apporté un soulagement, mais ses effets ont été des plus inégaux suivant les branches de la production. Les petites exploitations (moins de 10 ha) dont les revenus sont com-

posés principalement de produits animaux et de culture maraîchère, n'en ont pas profité autant qu'une minorité de grandes exploitations, qui d'ailleurs avaient été les premiers à souffrir de la crise.

Portant sur une production agricole de 9 milliards, laissant un peu moins de 3 milliards de bénéfice, l'amélioration se traduisit par une augmentation du revenu brut de l'ordre de 3 milliards et du revenu net de 1,2 milliard, compte largement tenu de l'accroissement des frais de production. Le développement du pouvoir d'achat était net, mais dû en grande partie à d'autres causes que l'opération monétaire. Celle-ci profita moins à l'agriculture qu'à l'industrie. C'était d'ailleurs logique. Mesure essentiellement financière, elle devait agir surtout là où la structure économique était la plus compliquée, le capital et le crédit obligataire plus importants, l'outillage plus difficile à amortir. Aussi bien, les salaires agricoles, souvent versés en nature, augmentant non seulement dans la proportion de l'accroissement des payes mais aussi dans celle de la hausse du coût de la vie, s'élevèrent-ils davantage que les salaires industriels et beaucoup d'autres frais, locations de terre en nature, fournitures industrielles, évoluèrent-ils comme l'index des prix de gros.

Par l'incidence de la dévaluation sur l'agriculture, la collectivité gagna surtout une atténuation à un protectionnisme agraire coûteux. La dépréciation de la monnaie permit la suppression d'une partie de la protection ou plutôt la substitution à une protection artificielle d'une nouvelle protection plus naturelle. Automatiquement, l'incidence des tarifs douaniers généralement composés de droits spécifiques, fut réduite. Progressivement les Pouvoirs Publics abolirent certaines mesures rigoureuses, évitant ainsi une hausse trop importante du coût de la vie. La valorisation des céréales fut, en principe, supprimée le 25 octobre 1935 ; la taxe de licence sur le beurre fut ramenée de 9,50 à 6 francs dévalués. Les taxes sur le porc et sur le saindoux furent rapportées, etc... (1).

Par la dévaluation, la Belgique put s'acheminer vers un équilibre naturel et vers un état justifiant moins de protection. Cependant, si contrairement à ce que certains ont prétendu, l'agriculture belge n'a pas fait les frais de l'opération monétaire, elle n'en a pas non plus profité de façon exceptionnelle. La crise agricole a été atténuée mais ses causes profondes n'ont pas été modifiées.

(1) Cf. Chapitre IV, section 2 : Politique économique.

SECTION III. — CHOMAGE ET SALAIRES

Les conséquences sociales de la dévaluation doivent être étudiées à deux points de vue. D'une part, en fonction de la résorption du chômage et de la situation d'ensemble de la classe ouvrière, d'autre part en fonction du pouvoir d'achat de chaque salarié.

A. — Résorption du chômage

L'étude des effets de la dévaluation sur le chômage est difficile parce que les statistiques précises font défaut et qu'il est malaisé d'établir des comparaisons mensuelles, le facteur saisonnier ayant une trop grande importance. On procédera donc par recoupements. Le tableau suivant qui dénombre les affiliés aux caisses de chômage, met en relief la diminution des risques de chômage.

Affiliés aux caisses de chômage

	1933	1934	1935
Janvier	937.903	962.890	945.309
Février	957.391	960.359	939.814
Mars	973.794	975.378	943.256
Avril	993.359	968.309	937.201
Mai	992.611	970.145	931.231
Juin	1.007.464	966.145	923.952
Juillet	1.037.653	962.695	915.970
Août	998.086	965.319	909.191
Septembre	1.013.644	963.265	913.277
Octobre	1.016.917	959.166	897.117
Novembre	999.091	954.920	898.572
Décembre	980.406	955.464	901.104

On constate à partir des mois de mars et avril 1935, une régression progressive du nombre des affiliés. Ne pouvant raisonnablement la justifier par des modifications survenues aux conditions d'assurabilité et à leur contrôle, il est nécessaire d'attribuer cette régression à une amélioration du marché du travail. A mesure que se développe l'activité industrielle, la stabilité des emplois se consolide, le paiement régulier des primes d'assurances paraît fastidieux ; les ouvriers cherchent à l'éluider, d'autant que le montant des primes se relève sensiblement au cours de 1935.

La confirmation de cette évolution peut être cherchée dans

l'étude de la moyenne mensuelle par semaine, du nombre de journées de chômage constatées.

*Moyennes mensuelles par semaine
du nombre de journées de chômage constatées*

	1934	1935	Différences Chiffres absolus	o/o
Janvier	1.412.526	1.636.012	+ 223.486	+ 15,82
Février	1.460.573	1.604.546	+ 143.973	+ 10,98
Mars	1.364.557	1.586.109	+ 171.552	+ 12,57
Avril	1.320.033	1.202.667	— 117.366	— 8,89
Mai	1.246.058	1.171.881	— 74.177	— 5,95
Juin	1.228.785	1.026.679	— 202.106	— 16,44
Juillet	1.118.736	958.735	— 160.001	— 14,30
Août	1.279.694	1.026.375	— 253.319	— 19,79
Septembre	1.275.256	936.746	— 338.510	— 26,54
Octobre	1.166.385	963.797	— 202.588	— 17,36
Novembre	1.434.482	1.020.772	— 413.710	— 28,84
Décembre	1.417.690	1.174.164	— 243.526	— 17,17

Les chiffres parlent d'eux-mêmes et mettent en évidence le retournement de conjoncture intervenu à la fin du premier trimestre de 1935. La résorption du chômage ne se poursuit pas cependant d'une manière uniforme. Très marquée au lendemain de la dévaluation, elle se ralentit progressivement au point d'atteindre un palier pendant les mois de juillet et d'août, voire même de manifester un léger recul pendant quelques semaines. En septembre et en octobre, de nouveaux et sensibles progrès furent enregistrés qui, après une légère phase de régression, se développèrent pleinement au début de l'année 1936. Bref, on remarque :

1° Le coup de fouet de la dévaluation, accentué par certains facteurs saisonniers particulièrement favorables en raison de l'Exposition et de l'essor du Tourisme ;

2° L'amortissement progressif des effets de la dévaluation qui ne purent plus même contrebalancer les légères influences saisonnières des mois de juillet et d'août ;

3° Au quatrième trimestre, l'extension du bénéfice de la nouvelle conjoncture à des industries dont le développement accusait un certain retard (mines, sidérurgie) ;

4° En novembre et en décembre, une recrudescence saisonnière du chômage, due en grande partie au licenciement du personnel important employé pendant les mois d'été dans la construction immobilière et au fait que les affiliés aux Caisses, rentrant à ce moment dans une période statutaire, pendant laquelle les chô-

meurs non en état de besoin étaient indemnisés, avaient un intérêt particulier à se faire recenser ;

5° Finalement, la reprise du mouvement de résorption au cours de janvier 1936, suivant les caractères qui se dessinaient déjà en septembre et en octobre.

L'examen des statistiques de chômage confirme donc les données de la production industrielle ; il est curieux d'ailleurs de constater que lorsqu'on étudie les statistiques afférentes à chaque industrie particulière (1), on perçoit des évolutions nettement différentes. Seules certaines industries réagirent vivement aux premiers effets psychologiques de la dévaluation. Parmi celles-ci, figurèrent les industries textiles, celles du vêtement, celles du bois et de l'ameublement, celles des peaux et des cuirs, les industries verrières ; d'une manière générale les industries travaillant pour le marché intérieur. Dans certaines de ces industries, la cadence de résorption du chômage s'amortit assez rapidement, mais d'autres industries vinrent alors se joindre au mouvement, la sidérurgie, l'industrie houillère, les carrières, la construction.

Facilement perceptibles, les résultats sont difficiles à préciser par des chiffres. Pour les chômeurs affiliés, la régression du chômage peut se fixer comme il suit, d'après les statistiques mensuelles, dont la comparaison à un an de date élimine la plupart des erreurs ou des variations saisonnières (2).

TABLEAU I

*Variation du nombre des chômeurs
complets par rapport au même mois
de l'année précédente*

1935 :	Augment.
Janvier	17.400
Février	25.400
Mars	24.900
Dévaluation *	Diminut.
Avril	7.400
Mai	10.700
Juin	18.700
Juillet	29.600
Août	28.900
Septembre	36.400
Octobre	42.000
Novembre	49.600
Décembre	50.800
1936 :	
Janvier	56.200
Février	52.800
Mars	66.000

TABLEAU II

Régression du chômage en un an

	Chômeurs complets	Chômeurs partiels
Février 1935	220.800	157.200
Février 1936	168.000	101.000
Diminution	24 %	36 %

(1) *Bulletin de l'Institut des Sciences Economiques de Louvain*, février 1936.

(2) Pour le détail du mouvement des chômeurs, cf. Annexes VII.

La résorption du chômage, telle qu'elle résulte du tableau II pondéré, apparaît de l'ordre de 28 %. Ce pourcentage doit être également retenu pour les chômeurs (1) non affiliés, dont le nombre peut être grossièrement évalué à environ 40 % de celui des chômeurs assurés.

Le mouvement des salaires, tel qu'il résulte de la vente des timbres de pensions ouvrières, confirme ce pourcentage. Le résultat est d'autant plus impressionnant qu'au cours de l'année 1935 plus de vingt mille ouvriers belges, occupés jusque là à l'étranger, revinrent travailler dans le Royaume sans qu'il fût possible de compenser cet afflux par une expulsion, même de moitié moindre, d'ouvriers étrangers employés en Belgique.

Le peu de rapidité de la régression du chômage dans les deux premiers mois qui suivirent la dévaluation ne doit pas étonner. Les entreprises qui gardent souvent un personnel pléthorique pendant la crise ont à écouler leurs stocks, et peuvent, au début de la reprise, assurer une production plus importante avec un personnel sensiblement égal.

L'influence de la dévaluation fut décisive. La création en juillet 1935 d'un Office National de Placement et de Chômage n'exerça, faute de temps, aucune action déterminante. D'autre part, l'Exposition de Bruxelles eut, au moins directement, une incidence assez négligeable puisque la main-d'œuvre utilisée (environ 15.000 ouvriers) fut licenciée en grande partie dès le printemps 1935 et pendant le premier trimestre de 1936, et, que les meilleurs résultats furent obtenus en octobre alors que l'Exposition était sur le point de fermer ou déjà fermée. L'opération monétaire eut d'ailleurs d'aussi heureuses conséquences sur les conditions d'emploi de la classe moyenne et des travailleurs intellectuels. Bien que tout élément statistique manque dans ce domaine, le progrès fut indéniable.

En permettant une résorption importante du chômage, la dévaluation, par la réduction des crédits prévus pour les allocations, facilita l'équilibre du budget. Elle aida du même coup à éviter toute inflation, car le pouvoir d'achat accru de la masse ouvrière, ne correspondait pas à une distribution gratuite de deniers, ni à

(1) En Belgique il y a environ 1.500.000 ouvriers industriels, hommes et femmes, et 150 à 200.000 ouvriers agricoles. Sur les 1.500.000 ouvriers industriels, 900.000 environ sont affiliés à des caisses d'assurances.

l'exécution de grands travaux inutiles, mais bien à l'accroissement de l'activité industrielle et agricole. Il ne faudrait pas cependant croire que la masse de salaires distribués correspondit exactement au réembauchage constaté des ouvriers contrôlés (52.800 chômeurs complets et 56.200 chômeurs partiels) et des ouvriers non contrôlés (21.000 chômeurs complets et 22.500 chômeurs partiels). Certains chômeurs étaient déjà plus ou moins employés et quelques-uns, à la suite de leur réembauchage, durent cesser une activité accessoire. D'autre part, la plupart des chômeurs réemployés n'étaient pas des ouvriers qualifiés, mais des manœuvres, et ne touchèrent que des salaires relativement bas. Le tableau suivant, qui tente de chiffrer l'accroissement des salaires tient compte de ces éléments en adoptant un salaire moyen mensuel assez faible.

Augmentation annuelle de la masse des salaires distribués

52.800×700	francs		36.960.000	fr.
21.000×700	francs		14.700.000	»
56.200×250	francs		13.050.000	»
22.500×250	francs		5.625.000	»
				70.335.000 »
				× 12 mois
Total.....			844.020.000	»

Ce total représente seulement un ordre de grandeur. L'estimation du réembauchage au chiffre de février 1936, qui constitue presque un maximum pour l'année écoulée, serait assez arbitraire si l'on ne considérait le sens de l'évolution et la progression ultérieure de l'emploi de main-d'œuvre. Avec les réserves qui s'imposent, on peut toutefois admettre le chiffre de 850 millions comme le montant approximatif correct de l'accroissement annuel des salaires qu'amena à la suite de la dévaluation la résorption du chômage.

B. — Mouvement des salaires

A la suite de la dévaluation, la tendance du mouvement général des salaires change radicalement de sens. Orienté à la baisse

depuis 1930 (1) l'indice des salaires moyens établi par la Banque Nationale, qui avait encore fléchi de deux points de janvier à avril 1935, s'éleva lentement mais continuellement. De 91 le 1^{er} avril, il atteignit 93 le 1^{er} octobre 1935 et 96 en février 1936. La progression était de l'ordre de 5,50 %.

Une étude plus détaillée, d'industrie à industrie, fait ressortir de grandes variations du pourcentage d'augmentation, qui oscille généralement entre 1 et 7 %.

*Relevé de quelques mouvements de salaires
au cours de l'année 1935*

Industries.

I. Verreries et glaceries :

Le 1 ^{er} mai 1935 : réduction de 2,5 %	} + 2,5 %
Octobre 1935 : augmentation de 2,5 %	
Novembre 1935 : augmentation de 2,5 %	

II. Gobeletteries :

Février 1935 : réduction de 5 %	} + 5 %
Juin 1935 : augmentation de 5 %	
Décembre 1935 : augmentation de 5 %	

III. Cimenteries :

Des augmentations de 5 à 7,5 % ont été obtenues depuis mars 1935 ..	+ 5 à 7,5 %
---	-------------

IV. Carrières :

Depuis mars 1935, les augmentations suivantes ont été obtenues : 5 % à Ecaussines; 3,5 % à Soignies et à Maffles; 5 % en moyenne dans le Tournaisis; 7 % à Lessines; 2,5 % dans les carrières de petit granit; 0 fr. 20 de l'heure dans les carrières de grès de la province de Liège; 5 % dans le marbre namurois; 2,5 % à 5 % à Yvoir; à Quenast et Labuissière, les salaires ont été adaptés à l'index	+ 4,5 %
---	---------

V. Industrie du bâtiment :

Depuis mars 1935 l'augmentation des salaires dans les diverses régions est de l'ordre que voici : Anvers 5,8 %, Aerschot 12,5 %, Audenaerde, diminution; Boom 6 %, Bruges 12,5 %, Centre 5 %, Eupen 9,5 %, Gand 4,7 %, Courtrai 3,8 %, Malines 5,2 %, Menin 6,2 %, Mouscron 15 %, Ninove 6,3 %, Verviers 5,5 %	+ 6 %
--	-------

VI. Industrie des cuirs et peaux :

1 ^o Tanneries. — A Soignies, augmentation de 7 % et à Tournai relèvement de 5 %. A Stavelot, augmentation de 11 % correspondant à 1 % par tranche de 5 points de l'index	} + 7 %
2 ^o Corroiries. — A Verviers, l'augmentation est de 0 fr. 33 l'heure.	
3 ^o Chaussures. — A Verviers, augmentation de 7,14 % sur le salaire entier; à Iseghem, 15 % sur le salaire de base, soit 0 fr. 37 d'augmentation à l'heure; à Alost, 0 fr. 36 l'heure; à Thielt, 15 % sur le salaire de base. A Bruxelles, les ouvriers ont obtenu une augmentation de 0 fr. 49 et les ouvrières de 0 fr. 35 à l'heure	
4 ^o Ganterie et articles de fantaisie. — L'augmentation observée est de 7 à 10 %	

(1) L'indice s'établissait alors à 122.

VII. Industrie diamantaire :	
Augmentation de 20 % à partir du 26 juillet	+ 20 %
VIII. Fonctionnaires et employés de l'Etat, cheminots, etc. :	
Augmentation de 5 % à partir du 1 ^{er} octobre 1935. Une nouvelle augmentation de 5 % à partir du 1 ^{er} janvier 1936 a été reportée au 1 ^{er} avril 1936. Seuls les salaires et appointements de moins de 10.000 fr. par an ont été augmentés de 5 % à partir du 1 ^{er} janvier 1936.	
	+ 5 %
IX. Industrie houillère :	
Diminution de 5 % le 31 mars 1935.	+ 2,5 %
Hausse générale de 2,5 % au 2 juin 1935 à valoir sur les augmentations futures à accorder selon l'index	
A partir du 4 novembre, une augmentation de 5 %, dont 2,5 % par le jeu de la convention et 2,5 % à valoir sur la prochaine hausse..	
X. Métallurgie :	
Le 17 mars 1935 : réduction de 5 %	+ 2,5 %
Le 15 juin 1935 : augmentation de 2,5 %	
Le 15 septembre 1935 : augmentation de 2,5 %	
Le 15 novembre 1935 : augmentation de 2,5 %	
XI. Industries textiles :	
Flandres :	
Le 1 ^{er} février 1935 : réduction de 5 %	+ 5 %
Le 15 août 1935 : augmentation de 5 %	
Le 15 novembre 1935 : augmentation de 5 %	
(Salaire de base établi sur index inter-Flandres de 380 points)	
Verviers :	
Augmentation de 5 %	

Le pourcentage moyen de hausse de 5 % paraît légèrement trop élevé. Compte tenu du maintien aux parités anciennes des accessoires du salaire (telles que les allocations familiales par exemple) et de la stabilité presque générale des appointements des employés, il convient, semble-t-il, de le ramener à environ 3 ou 4 %. L'augmentation des salaires horaires, qui, le plus souvent d'ailleurs, n'est pas intervenue avant le mois d'octobre, demeura donc nettement en dessous de l'élévation du coût de la vie (12 %). Suivant une évolution classique en période d'essor, la situation de la classe ouvrière dans son ensemble se déprécia incontestablement. La dévaluation agit comme une mesure de déflation fort rigoureuse dont le tableau suivant chiffre la mesure moyenne à près de 8 %.

*Indice du salaire horaire moyen nominal**Indice du coût de la vie (3^e catégorie)**Indice du salaire horaire moyen réel*

Base : Moyenne 1933 = 100

	Indice du salaire horaire moyen nominal		Indice du coût de la vie (3 ^e catégorie)		Indice du salaire horaire moyen réel	
	1934	1933	1934	1933	1934	1933
Janvier	99,1	92,6	93,8	95,1	99,3	97,4
Avril	96,9	90,6	94,3	91,9	102,8	98,6
Juillet	94,1	90,6	93,4	91,9	100,7	94,8
Octobre	93,3	92,6	97,9	101,7	95,3	91,1
Janviers-mars 1936 ..		96		102		91,1

Le retard d'adaptation des salaires peut à certains égards être considéré comme un heureux résultat. Responsable en grande partie de la réapparition du profit, stimulant essentiel de l'esprit d'entreprise, il facilita la résorption du chômage et l'accroissement du revenu d'ensemble de la classe ouvrière. Mais il amoindrit la situation personnelle de chaque salarié ou plutôt il modifia la répartition du revenu global à l'avantage des chômeurs et au détriment des ouvriers qui avaient réussi à maintenir leur plein emploi au cours des années précédentes, c'est-à-dire en général au détriment des meilleurs éléments de la classe ouvrière.

Le tableau suivant montre l'incidence de la dévaluation sur le pouvoir d'achat du revenu de chaque catégorie de salariés, en confrontant la valeur nominale de celui-ci à la hausse du coût de la vie.

Catégories d'ouvriers	Augmentation du pouvoir d'achat	Diminution du pouvoir d'achat
Ouvriers industriels		8 à 9 %
Chômeur partiel		10,4 %
3 jours de travail : + 3 %.		
Allocation de chômage : + 0.		
Augmentation moyenne d'émolument hebdomadaire : 1,6 %		
Chômeur complet		12 %
Chômeur complet devenu travailleur compl.	80 %	
(Allocation de chômage 1934: 14 fr. par j.)		
(Traitem. mens. moyen en 1935: 800 fr.)		
Chômeur partiel devenu travailleur complet	35 %	
Chômeur complet devenu chômeur partiel	50 %	
Ouvriers agricoles ou domestiques		5 %
Maintien du même salaire-espèces (40 % du salaire total).		
Employés, commis de banque, industries du transport		12 %
Fonctionnaires, Cheminots		6,5 %
Augmentation moyenne du salaire nominal, 5,55 %.		
Pensions (vieillesse)		12 %

Ainsi, de même que les créanciers et les titulaires de revenus fixes, les salariés firent dans bien des cas les frais de l'opération monétaire. Cette situation ne laissa pas de créer d'assez graves difficultés. L'habile et énergique intervention des Pouvoirs Publics, le prestige des Ministres socialistes furent souvent nécessaires pour aplanir certains conflits suscités par les fonctionnaires et quelques syndicats ouvriers, notamment ceux de la briqueterie et de l'industrie des peaux et cuirs. Néanmoins, les difficultés n'étaient pas générales et se limitaient aux secteurs où la résorption du chômage ne pouvait corriger la diminution du pouvoir d'achat des salaires.

C. — La dévaluation et la classe ouvrière

Dans l'ensemble, l'accroissement du revenu de la classe ouvrière dû à l'amélioration des conditions d'emploi, ne compensa pas la diminution du pouvoir d'achat des salaires nominaux.

Le revenu de la classe ouvrière, estimé à environ 23.184 millions (1) pour l'année 1934 s'éleva, compte tenu de la hausse moyenne de 3 % des salaires et des 850 millions provenant de la résorption du chômage, à environ 24.734 millions pendant l'année

(1) *Ouvriers de l'industrie* (hommes et femmes) :

Affiliés : 709.000 non chômeurs à 800 fr. par mois	570.000.000 »
250.000 chômeurs (*) à 360 fr. par mois	90.000.000 »
Non affiliés : 570.000, soit 60 % du revenu des affiliés	330.000.000 »
(Ce revenu est inférieur à 60 % et peut être raisonnablement fixé à 50 %, soit 330.000 000).	

Ouvriers agricoles et domestiques :

300.000 à 700 fr. par mois, salaires en nature compris; salaires en espèces, 40 % du salaire global, soit	85.000.000 »
Employés : 350.000 à 1.200 fr. par mois	420.000.000 »
Fonctionnaires de l'Etat	190.000.000 »
Fonctionnaires des provinces et communes	60.000.000 »
Pensions : Ancienneté, Etat, provinces, communes	60.000.000 »
Invalidité	65.000.000 »
Vieillesse	50.000.000 »
Mineurs	12.000.000 »

1.932.000.000 »

Revenu de la classe ouvrière pendant l'année 1934 : 1.932 millions $\times$ 12 = 23.184 millions.

(*) On suppose que tous les chômeurs sont ouvriers de l'industrie afin de simplifier la présentation du calcul. Cette hypothèse est sans influence appréciable sur le résultat, bien que 1/5 des chômeurs provienne d'autres catégories (ouvriers agricoles, employés de commerce, etc.).

qui suivit la dévaluation. La majoration représenta quelque 1.550 millions, soit 6,6 % du revenu initial. Le pouvoir d'achat total de la classe ouvrière diminua donc de 5,5 %. Ce chiffre est d'ailleurs confirmé par la variation des ventes de timbres de pension, qui dépendent à la fois du montant des salaires horaires et de l'occupation de la classe ouvrière. Si l'on compare les ventes de timbres de pension des trois derniers mois de 1934 et de 1935, on trouve pour les premiers 60 millions de francs et pour les seconds 64 millions de francs, se décomposant comme suit :

	1934	1935
	(en millions de francs)	
Octobre	19,5	20,5
Novembre	21,15	23,4
Décembre	19,93	20,4

L'augmentation de la masse des salaires ressort à 6,1 % et la diminution du pouvoir d'achat du revenu global à 5,9 %.

La dévaluation avait donc fait davantage que la déflation. Mais ce n'était pas encore « le coup dur » que se plaisait à proclamer M. Vandervelde (1). La diminution de 6 % du pouvoir d'achat des masses était compensée par la stabilité nouvelle des emplois. L'inadaptation momentanée des salaires jouait à la manière d'une assurance contre le chômage, contractée par certains ouvriers au profit de l'ensemble de la classe laborieuse.

Aussi bien, le développement de l'activité économique, dû essentiellement à la politique de dévaluation suivie par le Gouvernement, permit, comme l'espéraient les promoteurs de cette opération, de mettre rapidement en harmonie les rémunérations individuelles des ouvriers avec la hausse des prix, tout en conservant le bénéfice d'une réduction considérable du nombre des chômeurs.

Grâce à l'accroissement des profits, des avantages nouveaux purent être accordés à la classe ouvrière, sans charge trop lourde pour les entreprises privées et le budget de l'Etat. En juin 1936, une loi généralisa l'application des congés payés dans toutes les industries et fixa un minimum de salaires. En 1937, certaines lois sociales purent être complétées ; des pensions, accordées aux

(1) Leader socialiste belge.

ouvriers mineurs, aux mutilés et estropiés ; les allocations familiales, étendues aux artisans. Dès le début de l'année 1937, l'indice nominal des salaires s'élevait à 105, témoignait d'une hausse de 17 % par rapport à mars 1935, tandis que l'indice du coût de la vie ne progressait que de 15 % et celui des prix de détail de 16 %. L'indice des salaires réels, qui par la suite resta toujours supérieur à cette parité, revenait à 100, indiquant ainsi l'accord des salaires et du coût de la vie. D'autre part, le nombre moyen des chômeurs contrôlés journallement avait très sensiblement diminué, passant, d'après les statistiques de l'Institut des Sciences Economiques de Louvain, de 195.000 en décembre 1935 à 157.000 en décembre 1936, à 100.000 au cours de l'été 1937 et, malgré la dépression économique mondiale, à 180.000 seulement en décembre 1937.

Les sacrifices momentanés demandés à la classe ouvrière lui procurèrent donc des avantages substantiels en permettant à la dévaluation de faire pleinement sentir ses effets.

L'essor économique, conditionné par une politique rigoureuse des prix et partant des salaires, permit, sans préjudice pour l'économie générale, d'accroître par la suite les charges sociales. Les répercussions, momentanément défavorables de la dévaluation à l'égard de certaines catégories d'employés ou d'ouvriers, se trouvèrent plus que compensées au bout de quelques mois. Deux ans et demi après la dépréciation de la monnaie, le niveau d'existence des classes laborieuses, malgré l'incidence d'une nouvelle crise économique mondiale, se révèle en Belgique très nettement supérieure à celui de 1934.

SECTION IV. — FINANCES PUBLIQUES

A. — Le Budget de l'Etat

La situation des Finances Publiques à la fin de 1934 n'était guère brillante. Le déficit du Budget de l'Etat était devenu chronique. Les comptes de 1934 se clôturaient avec un découvert de cent millions et le budget de 1935 était présenté aux Chambres, en octobre 1934, avec un déficit de 61 millions.

Les prévisions pessimistes du Ministre des Finances allaient

être d'ailleurs bientôt dépassées par la réalité. Les Pouvoirs Publics durent partiellement abandonner certaines réductions de traitement alors que les recettes ne cessaient de diminuer et que les charges du chômage croissaient. Si bien qu'au 31 mars 1935, un communiqué gouvernemental estima le déficit probable de l'exercice à 860 millions, ou à 850 millions compte non tenu de la suppression du droit de licence sur les froments, le 1^{er} avril (1).

A ce moment, survint la dévaluation. L'allure du budget changea du tout au tout. Le 27 juin 1935 le déficit ne fut plus estimé par le Ministre des Finances qu'à 450 millions. A l'appui de ses discours, celui-ci précisa, dans le tableau suivant, les modifications budgétaires résultant de la dévaluation.

AGGRAVATIONS		en millions de francs
1 ^o <i>Charges supplémentaires</i>		
Augmentation des traitements	96	
Salaires et pensions	197	
Augmentation du service public, de la dette extérieure	18	
Supplément de frais des Ambassades	77	
Total des charges supplémentaires		388
2 ^o <i>Dégrèvements.</i>		
Suppression de certains droits de licence	143	
Réduction de certains droits de douane	54	
Réduction de l'impôt foncier	101	
Total des dégrèvements		298
Total général des aggravations		686
ALLEGEMENTS		
Conversion des Rentes	577	
Convention avec la Banque Nationale	30	
Protection du Chômage	52	
Rendement amélioré des recettes fiscales	440	
Total des allègements	1.099	
Excédent des allègements sur les aggravations		413

Mais, les mois suivants, la situation s'améliora encore. Les rendements fiscaux progressèrent régulièrement jusqu'à la fin de l'année, tandis que la taxe de licence sur le froment fut rétablie, réduisant les dégrèvements d'à peu près cent millions. Aucune augmentation nouvelle ne fut accordée aux fonctionnaires et les dépenses de chômage restèrent inférieures de près de cent mil-

(1) Cette mesure fut d'ailleurs rapportée le 25 juin.

lions aux prévisions du mois de juin. Au 15 octobre, le déficit ne fut plus estimé qu'à deux cents millions ; à la clôture de l'exercice, il se chiffra définitivement à 74 millions, soit 10.024 millions en recettes, contre 10.198 en dépenses.

La décroissance du déficit est remarquable si l'on s'en tient aux chiffres. Il convient cependant de faire subir à ceux-ci certaines rectifications pour donner une idée exacte de l'influence de la dévaluation.

1° Le premier trimestre de 1935 laissa à lui seul un déficit que l'on peut évaluer à 300 millions.

2° Le total des recettes de l'exercice comprit l'attribution extraordinaire d'une somme de 250 millions provenant de la réévaluation des avoirs-or et devises du Trésor (réévaluation totale : 325 millions moins une perte sur une dette extérieure remboursée en florins, environ 75 millions) et d'une somme de 100 millions prélevée sur le produit de la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque Nationale.

3° Les recettes subirent une réduction voulue de 200 millions à la suite de divers dégrèvements.

4° L'allègement dû à la Conversion des Rentes, 577 millions, ne fut pas un effet direct de la dévaluation. Si l'on doit le porter au crédit de l'opération monétaire, puisqu'en fait ce fut celle-ci qui le permit, il ne faut pas oublier qu'il fut surtout le résultat d'une politique toute particulière.

Aussi, pour résumer en quelques chiffres l'incidence de la dévaluation sur la situation budgétaire, importe-t-il d'ajouter au déficit comptable de 74 millions, quelque 350 millions de recettes injustifiées et retrancher 200 millions provenant de dégrèvements ultérieurs. Sous réserve du résultat de la Conversion des Rentes, le déficit réel du budget 1935 s'élève approximativement à 224 millions, soit à environ 75 millions de moins que le seul déficit du premier trimestre. La partie de l'exercice qui s'est écoulée après la dévaluation a laissé un boni ; il serait donc inexact de dire que la dévaluation n'a pas amélioré la situation financière ; elle l'a transformée de façon radicale. Cette transformation fut d'ailleurs absolument indépendante de la réévaluation de l'encaisse-or de l'Institut d'Emission. L'équilibre budgétaire n'a pas été atteint par l'attribution exceptionnelle de ressources discutables mais bien par l'amélioration de l'économie.

Le tableau suivant détaille l'évolution des principaux postes

pendant l'année 1935. Il peut paraître remarquable que l'influence de la dévaluation, qui aurait dû se faire sentir à longue échéance sur les exercices 1936 et 1937, se soit manifestée immédiatement avec autant d'efficacité. L'explication en réside sans doute dans la gravité des difficultés antérieures et dans la rigueur de la politique gouvernementale.

Evolution du Budget en 1935

Nature des recettes et des dépenses	Budget 1935 au moment de la distribution des budgets Octobre 1934	Budget 1935 (1)	Budget 1935 (2)	Budget 1935 d'après les les éléments connus au 15.10.1935	Clôture
<i>Recettes</i>					
Contributions directes	2.914	2.914	2.669	2.647	2.610
Impôts, douanes, accises ..	2.791	2.722	2.737	2.722	2.790
Enregistr. et domaines ..	2.593	2.463	2.901	2.857	2.935
Autres recettes	1.544	1.369	1.372	1.683	1.689
Total	9.842	9.468	9.679	9.909	10.024
<i>Dépenses</i>					
Dette publique	2.792	2.822	2.489	2.495	2.495
Dépenses de personnel ..	2.261	2.304	2.375	2.337	2.337
Dépenses de matériel	647	565	663	691	691
Subventions diverses	388	389	389	397	397
Dotations	44	44	44	44	44
Dépenses de prév., etc. ..	749	1.034	982	948	948
Pensions de toutes espèces	1.892	2.046	2.060	2.023	2.023
Travaux d'entretien	161	161	161	161	162
Non valeurs et rembours.	968	968	968	1.011	1.001
Total	9.902	10.424	10.131	10.108	10.098
Différence	— 60	— 956	— 452	— 199	— 74

I. — IMPOTS

L'amélioration en 1935 de la situation budgétaire tint pour une grande part à l'accroissement des rendements fiscaux.

Les tableaux suivants montrent dans le détail, l'évolution de certaines recettes particulièrement intéressantes à suivre.

(1) A la veille de la dévaluation d'après les éléments connus au 31 mars 1935.

(2) Au lendemain de la dévaluation et de la conversion des rentes d'après les éléments connus au 27 juin 1935.

TABLEAU I

Rendement global des impôts (1)
(non compris les additionnels provinciaux et communaux)
(en millions de francs)

Nature des impôts	EXERCICE 1934		EXERCICE 1935	
	Recettes effectuées	Evaluations budgétaires	Recettes effectuées	Evaluations budgétaires
<i>Contributions indirectes :</i>				
Contribution foncière	417	460	317	425
Taxe mobilière	556	500	488	484
Taxe professionnelle	414	570	384	520
Impôt personnel complémentaire	167	225	184	192
Contribution nationale de crise	520	635	499	593
Impôt sur le mobilier	18	25	—	—
Autres impôts directs	267	297	272	281
Recettes diverses	438	345	476	419
Total	2.797	3.057	2.620	2.914
<i>Douanes et accises :</i>				
Douanes	1.497	1.548	1.456	1.468
Accises	1.030	1.021	1.103	1.084
Taxes spéciales de consommation	201	232	198	208
Recettes diverses	23	17	35	31
Total	2.751	2.868	2.792	2.791
<i>Enregistrement :</i>				
Enregistrement et transcription	409	550	521	360
Hypothèques. Droit d'inscription	7	11	5	5
Successions	203	204	186	192
Timbre et taxe de transmission	1.986	2.040	2.187	2.005
Autres impôts	32	32	37	31
Total	2.637	2.837	2.936	2.593
Total général.....	8.185	8.762	8.348	8.298
Excédent ou déficit des recettes sur les évaluations budgétaires	— 577		+ 50	

TABLEAU II

Enregistrement et timbre (en millions de francs)

Mois	Enregistrement et transcription			Timbre et taxe de transmission		
	1934	1935	1936	1934	1935	1936
Janvier	38,7	30,8	40,1	164,7	149,7	191,7
Février	31,1	29,2	38,6	162,5	147,9	202,0
Mars	41,3	37,6	—	195,9	169,3	—
Avril	34,3	54,4	—	171,8	203,9	—
Mai	40,0	57,0	—	162,7	198,9	—
Juin	35,0	51,7	—	160,8	176,2	—
Juillet	34,3	50,0	—	151,9	175,4	—
Août	27,8	36,3	—	168,9	177,7	—
Septembre	25,6	35,0	—	165,8	203,8	—
Octobre	31,0	45,4	—	176,3	207,5	—
Novembre	32,6	45,4	—	156,9	187,2	—
Décembre	36,9	48,5	—	147,9	189,8	—

(1) L'exercice 1934 commence le 1^{er} 1 et se termine le 31-10 de l'année suivante.
L'exercice 1935 se termine le 30 septembre 1936.

TABLEAU III

	Droits d'entrée et de statistique			Accises		
	1934	1935	1936	1934	1935	1936
Janvier	125,5	106,1	126,2	68,8	75,5	70,0
Février	117,0	94,7	126,0	73,3	78,8	73,7
Mars	143,0	111,2	129,1	81,8	89,0	88,1
Avril	132,7	118,7	—	78,2	100,7	93,3
Mai	130,0	128,8	—	83,9	98,9	—
Juin	135,1	133,6	—	89,7	78,2	—
Juillet	121,1	125,1	—	83,9	92,0	—
Août	129,2	124,7	—	87,6	90,6	—
Septembre	118,9	128,2	—	82,3	88,1	—
Octobre	129,0	133,4	—	99,0	94,5	—
Novembre	106,9	127,0	—	98,2	99,2	—
Décembre	114,8	124,4	—	87,4	95,1	—

a) *Impôts sur les revenus.*

Si la diminution du rendement des impôts sur le revenu provient de causes extérieures à la dévaluation (1), il faut bien dire que celle-ci n'augmenta pas immédiatement les recouvrements. La moins-value accusée en 1935 tant sur les taxes professionnelles que par la contribution nationale de crise, la taxe mobilière et la taxe générale sur le revenu, se chiffre à 187 millions par rapport aux recettes effectuées en 1934 et à 300 millions par rapport aux évaluations budgétaires. Compte tenu des dégrèvements, la diminution sur l'année précédente se chiffre à 60 millions.

Cette diminution n'a rien d'étonnant. Les impôts sur le revenu qui sont basés à peu près exclusivement sur les revenus de l'année précédant la perception, ne pouvaient que traduire la régression de la conjoncture du début de 1934. Il fallait un certain temps avant que, par des plus-values notables, les impôts directs révélassent les effets d'une reprise économique.

b) *Les droits de douane.*

Le rendement des droits de douane n'avait pas non plus de raison formelle de croître au cours de l'année 1935 ; la plupart des droits belges étant spécifiques et l'incidence des droits « ad valo-

(1) Réduction de 2 % sur la contribution foncière = 100 millions ; suppression de l'impôt sur le mobilier = 18 millions ; application pendant toute l'année d'anciens dégrèvements accordés en matière de taxe mobilière alors que ceux-ci n'avaient joué que pendant une partie de l'année 1934.

rem » ayant été temporairement diminuée par le calcul des valeurs d'après le taux des changes existant avant la dévaluation.

D'autre part, la dévaluation provoquait le remplacement d'une partie des produits étrangers par des articles belges, et, jusqu'à ce que le développement de la consommation atteignit une importance assez considérable, on ne devait normalement relever aucune augmentation notable des droits de douane.

En fait, dans les premiers mois qui suivirent l'opération monétaire, les recouvrements diminuèrent pour ne s'accroître de façon appréciable qu'au début du quatrième trimestre. L'un dans l'autre, les phénomènes se compensaient.

c) *Droits d'accise.*

Le produit des droits d'accise augmenta tout d'abord brusquement. Cette augmentation purement fortuite reste sans signification ; elle correspond à la reprise de la distillation de l'essence en Belgique et à la substitution d'un droit d'accise à un droit de douane.

Les chiffres de la fin 1935 et du début de 1936 permettent de relever un développement de la consommation de bières et d'alcools, allant de pair avec l'élévation du niveau d'existence de la population. Mais, de façon générale, l'accroissement des recouvrements n'est pas convaincant, bien qu'il ne faille pas oublier les dégrèvements qui ont affecté en 1935 cette catégorie de recettes.

d) *Droits d'enregistrement.*

Les droits d'enregistrement proprement dits ont crû, dès le lendemain de la dévaluation, dans une forte proportion, pour décroître ensuite, tout en restant supérieurs au niveau de 1934 et du premier trimestre de 1935. Au mois de mars, une certaine augmentation, d'ailleurs toute relative, traduisit les inquiétudes monétaires de la population et son désir d'effectuer des placements en immeubles. Par la suite, l'augmentation dessina surtout la reprise de la construction immobilière.

e) *Droits de timbre et taxe de transmission.*

La taxe de transmission (1) accusa, immédiatement après la dévaluation, des plus-values considérables dues au « boom » qui accompagna la dépréciation de la monnaie. Dans le même temps, l'impôt sur les transactions boursières donna lieu au paiement de sommes très importantes. On note une certaine régression des recouvrements au cours des mois d'été, et pendant l'automne, une reprise fort nette. Le rendement de la taxe de transmission suivit donc de très près la courbe de la conjoncture économique. Au total, pour les droits d'enregistrement et la taxe de transmission, le tableau suivant donne une idée de l'amélioration enregistrée.

Rendement mensuel des impôts indirects
(par rapport aux prévisions budgétaires)

Année 1935	Enregistrement en p. c.	Taxe de transmis- sion, de luxe, etc. en p. c.
Premier trimestre	+ 1	— 11
Deuxième trimestre	+ 71	+ 16
Troisième trimestre	+ 53	+ 13
Quatrième trimestre	+ 56	+ 18

Ce tableau montre de façon manifeste l'effet du changement de politique monétaire. N'étaient les dégrèvements de juin (6 % sur la taxe de luxe et de transmission), les troisième et quatrième trimestres, auraient donné une plus-value d'environ 19 et 24 % pour l'ensemble des taxes de transmission. L'indice des recettes passant de 89 à 124, le progrès réalisé est de l'ordre de 40 %, traduisant ainsi la hausse moyenne des prix (17 %) et le développement des transactions intérieures (23 %).

Il est à remarquer que la clôture de l'Exposition n'exerça que peu d'influence sur le rendement de la taxe de transmission, les mois de novembre et de décembre faisant apparaître les plus forts excédents.

Le bilan de la dévaluation à l'égard des recettes budgétaires normales peut se résumer par une plus-value globale de 163 mil-

(1) Taxe de 2,5 % en général, perçue lors de chaque vente sur la valeur de la marchandise.

lions. Pour être exact, il conviendrait d'ailleurs d'ajouter à celle-ci le montant des dégrèvements soit 200 millions. L'accroissement des recouvrements provient essentiellement d'une augmentation de 300 millions de droits d'enregistrement et de 41 millions des droits d'accise, desquels il faut déduire au titre des impôts sur le revenu près de 177 millions.

La dévaluation a donc exercé sur la rentrée des impôts une influence définitive, particulièrement heureuse, mais elle a souligné la nécessité, pour un Etat, d'avoir dans son système fiscal, pour profiter de la reprise économique, un impôt qui suit de près le mouvement des affaires et dont les plus-values immédiates permettent d'attendre l'augmentation plus tardive du recouvrement de la plupart des taxes.

II. — DÉPENSES

L'incidence favorable de la dévaluation est moins évidente pour les dépenses que pour les recettes. Les chiffres du budget, tels qu'ils résultent des tableaux précédents, font ressortir une diminution des dépenses d'environ 320 millions du 31 mars 1935 à la clôture de l'exercice.

Dette publique	— 327 millions (1)
Personnel	+ 33 millions
Matériel	+ 35 millions
Subventions	+ 8 millions
Pensions	— 23 millions
Divers	— 42 millions

Pour donner une idée plus précise des répercussions de l'opération monétaire, il convient d'étudier séparément les principaux postes.

a) *Dépenses de chômage, de personnel et de matériel.*

Les dépenses de chômage, évaluées au 31 mars 1935 à 960 millions, n'ont atteint à la fin de l'exercice que 795 millions. La réduction fut de l'ordre de 165 millions. Le tableau ci-dessous met d'ailleurs en lumière la régression progressive de ces dépenses :

(1) Compte non tenu d'un remboursement de 15 millions de florins, en francs belges.

	1934	1935
Janvier	98	93
Février	78	86
Mars	75	78
Avril	97	83
Mai	64	60
Juin	68	55
Juillet	85	65
Août	68	53
Septembre	69	62
Octobre	91	50
Novembre	68	41
Décembre	98	69
	959	795

La réduction des dépenses de chômage fut en grande partie neutralisée par l'augmentation des dépenses diverses, dépenses de matériel et de personnel. Il était inévitable qu'il en fût ainsi. Une hausse même modérée des prix, nécessitait certaines adaptations. Le Gouvernement les a retardées aussi longtemps qu'il a pu. Leur chiffre modéré, bien inférieur au coefficient de hausse des prix, témoigne d'un souci remarquable de déflation budgétaire. Le montant des dépenses s'est élevé, mais leur volume s'est restreint.

b) *Dette publique.*

L'importance de la dette publique dont les charges atteignent 50 % du budget, font de ce poste le plus intéressant à étudier, d'autant que l'influence de la dévaluation s'y manifeste directement.

La Belgique a bénéficié d'une heureuse circonstance : la faiblesse relative de sa dette extérieure. Le réajustement des arrérages payés à l'étranger n'a pas été trop onéreux. D'autre part, la conversion de mai 1935 eut une incidence extrêmement favorable et décisive. Sans la conversion, il n'y aurait pas eu de diminution de dépenses, mais sans la dévaluation il n'y aurait pas eu de conversion. Il faut le répéter, car l'opinion contraire a été admise trop souvent, la conversion est liée intimement à la dévaluation, non seulement au point de vue technique, mais également au point de vue général et psychologique. En tous cas, les répercussions d'une dévaluation sur le budget d'un pays montrent la nécessité de lier l'opération monétaire à des mesures de déflation. Pour obtenir par la dévaluation une diminution appréciable des

dépenses de l'Etat, il ne faut pas trop compter sur la réduction des dépenses de chômage, qui par suite du chômage structurel atteint vite un plafond, ni, malgré la bonne volonté des Pouvoirs Publics, sur le maintien possible à un niveau semblable des dépenses de matériel et de personnel. Seule une conversion massive est capable d'apporter au budget le soulagement nécessaire. Voici d'ailleurs quels en furent les résultats pour la Belgique.

<i>Dettes non viagères.</i>		1935	1936
Conversion de la rente intérieure.....	—	574 millions	— 716 millions
Augmentation des arrérages de la dette extérieure	+	219 millions	+ 234 millions
Remboursement de 15 millions de florins de Bons du Trésor placés en Hollande, différence de change	+	85 millions	
<i>Dettes viagères.</i>		1935	1936
Pensions d'ancienneté, de guerre et d'invalidité..	+	28 millions	+ 160 millions

On voit l'importance de la conversion. Grâce à celle-ci, on peut créditer la dévaluation d'une diminution des arrérages de la dette publique, se montant à 242 millions en 1935 et à 387 millions en 1936.

La réduction des charges immédiates avait cependant pour contrepartie l'augmentation du capital de la dette. La différence de change accroissait le montant des emprunts extérieurs d'environ 5 milliards. La conversion élevait le chiffre de la dette intérieure de 1,5 milliard, total des bonifications accordées aux porteurs de rente (1). La dévaluation était pour l'avenir, lors des

(1) L'évolution de la Dette Belge de septembre 1934 à septembre 1935 peut se décomposer comme il suit (Cf. Les Finances publiques en 1935. *Bulletin de l'Institut des Sciences Economiques de Louvain*, février 1936).

<i>Dette extérieure :</i>		
Septembre 1934 ..	30.104	+ 2.000 millions (emprunts antérieurs à la dévaluation)
		+ 5.000 millions (réadaptation de change).
		— 3.500 millions (transformation de l'emprunt américain en emprunt intérieur).
		— 600 millions (remboursements divers dus en partie à la dévaluation).
Septembre 1935 ..	33.000	+ 2.900 millions
<i>Dette intérieure :</i>		
Septembre 1934 ..	48.700	+ 1.500 millions (majoration de conversion).
		+ 3.500 millions (emprunt américain).
		— 300 millions (amortissement normal).
		— 1.200 millions (remboursements dus pour moitié environ à des opérations connexes de la dévaluation).
Septembre 1935 ..	55.200	+ 3.500 millions

remboursements et des amortissements, la source de nouvelles difficultés, dans la mesure où l'amélioration de l'économie et la hausse des prix n'augmenteraient pas les rentrées budgétaires. Plutôt qu'une réduction des dépenses, elle provoquait une répartition de celles-ci dans le temps ; mais les dégrèvements immédiats qu'elle impliquait permettaient au Gouvernement d'équilibrer plus facilement le budget et de pouvoir ainsi étendre les conversions, notamment aux emprunts étrangers devenus plus onéreux.

Si, sur les dépenses, l'opération monétaire exerça une influence moins favorable que sur les recettes, elle rendit possible néanmoins, par son incidence sur les charges budgétaires, la continuation d'une politique de temporisation financière, dont les effets se conjuguant avec un développement de l'activité économique, furent excellents.

Après une dévaluation, les recettes doivent normalement s'accroître, mais certaines (réévaluation des avoirs or ou devises) sont irrenouvelables ; les charges de chômage ne peuvent se réduire en dessous d'un certain niveau ; les dépenses de matériel et de personnel croissent ; les arrérages des emprunts extérieurs et des pensions s'élèvent. Une dévaluation peut rétablir une situation budgétaire compromise, mais elle ne permet pas par elle-même une amélioration définitive. A longue échéance, ses effets s'amenuisent. La nécessité d'un équilibre immédiat du budget s'impose et ce n'est qu'à cette condition que la dévaluation, qui fournit des moyens commodes pour le réaliser, peut avoir de manière durable d'heureux effets sur la situation des Finances Publiques.

B. — Le Budget extraordinaire

La politique financière du Gouvernement belge fut aussi rigoureuse en ce qui concerne le budget extraordinaire que pour le budget ordinaire. Les crédits, notamment ceux affectés à la réalisation de Grands Travaux contre le chômage, restèrent modérés.

Le budget extraordinaire de 1935 s'élevait à l'origine à 1 milliard 877 millions, moins 400 millions prévus pour le remboursement de l'emprunt de 6 1/2 % en francs français. Reste, 1.477 mil-

lions. Après la dévaluation, il accuse 4.856 millions en recette et 3.987 millions en dépense.

Ces chiffres se décomposent comme suit :

<i>Recettes :</i>	<i>En millions</i>
Emission de l'emprunt de conversion 5 % 1934 en francs	560
Produit de la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque Nationale	3.730
Reprise par le Trésor des billets de 50 francs	525
Divers	41
	4.856
 <i>Dépenses :</i>	
Remboursement du solde de l'emprunt à 6 1/2 % en francs	400
Amortissement de la dette envers la Banque Nationale	870
Dotation du Fonds de régularisation des rentes	1.000
Part du Grand Duché de Luxembourg dans le produit de la réévaluation de l'encaisse de la Banque Nationale	133
Dépenses extraordinaires proprement dites	1.584
	3.987

L'augmentation des dépenses extraordinaires proprement dites du budget de 1935 se chiffre à 1.584 — 1.477, soit 107 millions de francs, représentant la balance entre diverses augmentations et annulations de crédits.

La dévaluation exerça ici encore une influence prépondérante. Malgré les dotations qui furent accordées sur son montant, la plus-value de la réévaluation de l'encaisse-or de la Banque Nationale mit le Trésor à l'aise et lui permit d'attendre que le développement des circonstances naturelles et les effets de la politique gouvernementale favorisassent, à des conditions avantageuses, la conclusion de nouveaux emprunts, tels en octobre 1935 la conversion du solde de l'emprunt hollandais et au début de 1936 le renouvellement de la majeure partie des emprunts émis à l'étranger.

Masse de manœuvre que le Gouvernement sut toujours reconstituer, le boni de réévaluation rendit possible l'aménagement de la Dette Publique et permit, par d'habiles opérations, de contrebalancer en grande partie l'accroissement automatique des charges de la dette extérieure.

C. — Le Crédit public

L'équilibre du budget ordinaire, la modération du budget extraordinaire, l'impression de sécurité que sut donner le Gouvernement, se traduisirent par l'amélioration remarquable du crédit public.

La conversion des rentes avait eu sans doute des répercussions assez défavorables, mais celles-ci ne furent que temporaires. Le Fonds de Régularisation intervint de façon opportune pour limiter la baisse des cours rendue inévitable par la technique même de l'opération, les porteurs de rente ayant, ainsi que le montre le tableau suivant, un bénéfice certain à vendre leurs titres.

Exemples d'emprunts convertis en 4 % unifié	Remboursa- bles avant la conversion	Dernier cours avant la conversion	Cours d'intro- duction	Bonifica- tion en capital	Valeur bour- sière, compte tenu de la bonification
5 % Restauration Nationale	100	99,25		5 %	101,85
6 % Consolidé	100	100,25	97	5 %	105,26 1/4
6,5 % \$ estampillé	105	97,75		10 %	106,70
7 % 1955 \$ estampillé	107,50	101,50		12,5 %	109,12 1/2

Les cours fléchirent à 91,76 en juillet; mais lorsque, dès novembre, l'équilibre budgétaire fut définitivement assuré, ils se redressèrent rapidement et, sans faire pression sur le marché, le Fonds put écouler avec bénéfice la plupart des titres qu'il avait acquis. Fin février 1936, l'emprunt unifié cota 96,50 ; au milieu de l'année il dépassa le pair. Au mois de mars 1936, les emprunts intérieurs, qui avant la dévaluation se capitalisaient à des taux très élevés (aux environs de 8 %), ne portaient plus intérêt, suivant les titres, qu'à 2,7 et 4,2 %.

Tout en facilitant l'équilibre budgétaire, la dévaluation permit à l'Etat de ne pas emprunter sur le marché intérieur pour les besoins de la Trésorerie. Deux seules émissions sont à relever pour le compte d'Organismes Publics ; l'une de cent millions en avril 1935, l'autre de 60 millions en décembre. L'Etat n'eut pas non plus à faire appel au crédit extérieur, alors qu'il avait été obligé d'emprunter en 1934 : 700 millions F.F. en France, et 1.500 millions F.B. en Hollande ; en janvier et en mars 1935 : 475 millions F.F. et 225 millions F.F. Bien au contraire, le Trésor put effectuer de nombreux remboursements, notamment 15 millions de florins et 283 millions de francs français.

L'heureuse condition du crédit public permit des conversions qui facilitèrent encore par la suite son amélioration. Si la conversion de 25 milliards, de mai 1935, fut en quelque sorte forcée, les conversions suivantes furent réalisées de plein accord avec les prêteurs. L'une couvrit sur le marché intérieur les titres de la Colonie, des Communes et du Crédit communal, pour un total de 12,4 milliards ; l'autre, conclue à Londres au mois de février 1936, permit de convertir pour plus de deux milliards de titres dont le taux nominal était de 7 %, par des titres de 4 %. Le coût réel de cet emprunt passa de 8,4 à 4,40 %. L'économie était considérable. Enfin, en mars, le Gouvernement put signer, avec un groupe financier d'Amsterdam, une opération permettant de remplacer une opération à court terme au taux de 3 3/8 % par un emprunt à moyen terme de 2,5 %, admis au pair. Les diverses opérations de conversion permirent d'alléger pour l'exercice 1936 les budgets des collectivités publiques d'une charge de 852 millions. L'économie pour l'Etat était de 782 millions (482 millions d'intérêts, 300 d'amortissements). Le soulagement net, compte tenu de l'amortissement plus onéreux de la dette extérieure, approchait de 562 millions.

En un an, grâce à la dévaluation et à la politique prudente qui l'accompagna, l'Etat put emprunter à long terme, tant sur le marché intérieur que sur le marché extérieur, à 4 % au lieu de 6 et de 8 %. Sur le marché à moyen terme, il trouvait prêteur à 2 et 2,5 % ; les bons du Trésor de la Colonie étaient pris à 4 % alors qu'en 1934 ils se plaçaient difficilement à 6 %. A court terme, le Trésor, par l'Institut de Réescômpte et de Garantie, put procéder en février et mars 1936, à l'adjudication de certificats de trésorerie à 60 et à 90 jours, portant respectivement intérêt de 7/8 à 1 %, et de 1 à 1 1/4 %.

D. — Les porteurs de rente

Le relèvement du crédit public eut de multiples répercussions sur la situation des rentiers. Tout à la fois il leur nuisit et il leur profita.

Par suite de la conversion de mai 1935, les rentiers virent leur capital augmenter d'environ 5 %, le capital global passant d'en-

viron 30 milliards à 31,5 milliards. Par contre, leur revenu diminuait. Estimé en 1934 à 1.960 millions, d'après les statistiques de la Banque Nationale, il fléchit en 1935 à 1.920 millions et à 1.600 millions en 1936. L'amputation est sensible. Mais pour l'estimer il faut avoir soin d'une part, de la rapprocher non du coefficient de dévaluation, mais du coefficient de diminution du pouvoir d'achat (12 % au lieu de 39 %) et d'autre part, de tenir compte du fait que la situation en 1934 était artificielle et qu'à ce moment les rentiers bénéficiaient d'une situation privilégiée, due à la déflation. Pour apprécier la situation exacte faite aux porteurs de rente par la dévaluation, il convient de se reporter à une assez longue période de référence, au moment où l'emprunt fut souscrit. Un exemple concret le fera d'ailleurs mieux comprendre.

En mars 1935, le porteur de 100.000 francs de Restauration Nationale 5 % avait un capital valant en Bourse quelque 95.000 francs, d'après la moyenne des cours de l'année précédente ; après la conversion, le rentier aura reçu 105.000 francs de dette unifiée 4 %. Sa situation devient la suivante quand, en mars 1936, la rente touche le pair. Il reçoit un intérêt de 4.200 francs exempt de supertaxes, son capital effectif est de 105.000 francs. Sa perte en intérêts est de huit cents francs, soit 16 %. Il faut ajouter à ces 16 % une diminution de 12 % du pouvoir d'achat de son revenu. Sa perte totale est donc en revenu de 28 %. En capital, son gain apparent est de 11 %, sa perte réelle de 1 %. Il convient d'ailleurs de remarquer qu'un an après la conversion, les cours pratiqués transformèrent celle-ci en une opération régulière et libre, puisque le porteur de rentes put se faire rembourser par la vente en Bourse, sans perdre de capital. Ainsi, le porteur de rentes n'a-t-il pas été sacrifié par la dévaluation comme d'aucuns ont bien voulu le prétendre.

Il ne semble pas non plus qu'il ait été aussi avantagé que M. Baudhuin (1) le soutient. En calculant ce que représentait en pouvoir d'achat (2) le capital et le revenu d'un porteur de rentes Restauration Nationale 5 %, l'éminent Professeur de Louvain avait obtenu le tableau suivant :

(1) BAUDHUIN. *La dévaluation belge*.

(2) Calculé d'après les index gouvernementaux.

	Puissance d'achat	
	du capital	du revenu
1928	100	100
1929	99	94
1930	107	91
1931	116	103
1932	111	113
1933	118	116
1934	135	123
1936 (mars)	141	100

Ce tableau montrait une hausse de 41 % de puissance d'achat du capital depuis 1928 et le maintien du statu-quo pour les revenus. Ces conclusions, basées sur un indice assez fantaisistement établi, peuvent paraître trop optimistes. Cependant elles mettent pleinement en lumière le fait que, par la dévaluation et la conversion, les rentiers perdirent surtout une partie de l'avantage extraordinaire que leur avait procuré de 1932 à 1934, la baisse des prix.

Comparée à leur situation antérieure, la nouvelle condition des rentiers resta fort honorable ; la dévaluation ne fit que provoquer le retour à une situation plus normale. En Belgique d'ailleurs, les avoirs constitués uniquement de rentes sont rares, sinon inexistantes. Les portefeuilles les plus modestes sont composés partiellement d'actions dont la dévaluation augmenta fortement la valeur ; de ce fait, une nouvelle compensation s'est fatalement opérée qui permet de soutenir que le préjudice subi par les épargnants nationaux fut pratiquement nul.

E. — Les Contribuables

La dévaluation et la politique financière du Gouvernement améliorèrent nettement la situation des contribuables.

L'augmentation des impôts — près de 1 milliard de 1934 à 1936 — ne refléta que la hausse des prix et l'accroissement des revenus. Aucun taux ne fut aggravé. Au contraire, des dégrèvements assez appréciables (1) furent accordés et la charge même de l'impôt fut allégée. L'élévation des prix et le développement

(1) En 1935 : 200 millions.

En 1936 : 400 millions, compte tenu des dégrèvements de 1935.

En 1937 : 900 millions, compte tenu des dégrèvements de 1935 et 1936. Les dégrèvements portèrent d'abord sur les taxes de transmission et les droits de douane ; ils touchèrent par la suite (en 1937 surtout) les impôts sur le revenu, la suppression de la taxe nationale de crise (impôt additionnel à l'impôt général sur le revenu) apportant en 1937 les allègements les plus importants

des transactions accroissaient la valeur nominale des revenus beaucoup plus qu'ils n'augmentaient les impôts. Le tableau suivant résume la diminution du poids relatif de la dépense de l'Etat et des obligations des contribuables :

(En milliards de francs belges)

	Revenu brut annuel de la Belgique (1)				Dépense globale de l'Etat (3)	Rapport de la dépense au revenu	Rapport de l'impôt au revenu	Recettes des impôts
	Agriculture	Industrie	Divers (2)	Total				
Au rythme de :								
Fin 1934.....	9	24	13	46	12	26 %	18 %	8,2
Fin 1935.....	12	33	15	60	13	22 %	14 %	8,4

Le poids réel de la fiscalité qui dépend du rapport entre le chiffre absolu des impôts perçus et le volume de l'activité économique sur laquelle ils pèsent, passa de 18 % en 1934 à 14 % au début de 1936. L'allègement des charges des contribuables fut de l'ordre de 4 %.

★
★★

Ainsi, la dévaluation permit d'équilibrer le budget sans nuire gravement à la situation des rentiers, tout en dégageant les contribuables. Elle facilita le raffermissement du crédit public et donna à la Trésorerie une aisance remarquable. Elle n'apporta peut-être pas en elle-même de solution définitive au problème du budget, mais elle prépara un terrain nouveau que la politique du Gouvernement n'eut plus qu'à exploiter et à faire fructifier. Le pays put se débarrasser assez rapidement de la plupart de ses lourdes dettes extérieures. D'emprunteuse, la Belgique devint prêteuse ; le chemin parcouru était considérable. L'heureuse évolution du Crédit Public allégea d'ailleurs le marché de l'Argent et facilita grandement l'amélioration de la situation des Finances privées.

(1) Calculé pour toute l'année d'après le revenu nominal de 1935.

(2) Banques, activité touristique, artisanat, commerce et transport.

(3) Dépenses réelles (estimation) et non dépenses comptables :

1935 Budget ordinaire	10,1	1936 (programme arrêté fin 1935) ..	10,4
1935 Budget extraordinaire	1,6		2,3

SECTION V. — FINANCES PRIVÉES

Sinon dans toutes ses modalités, du moins dans son principe et dans ses premières manifestations, l'amélioration des finances privées fut le fait presque exclusif de la dévaluation.

La condition difficile des organismes de crédit avait été la cause immédiate de la dépréciation de la Monnaie. L'intervention fut décisive. Elle provoqua un renversement catégorique de la situation des banques privées et de la Banque Nationale. Les résultats, qu'elle permit d'obtenir, mirent la monnaie à l'abri de toute manœuvre spéculative, et firent fléchir les taux d'intérêt tout en accroissant la valeur du portefeuille privé des banques et des entreprises.

A. — Les Banques

Dès le lendemain de la dévaluation, la situation des banques changea du tout au tout par suite du retour immédiat des capitaux émigrés et, en ordre secondaire, de l'afflux des capitaux étrangers en quête de placements sûrs ou rémunérateurs. La politique financière du Gouvernement, le rattachement immédiat du belga à l'étalon d'or, aidèrent ce revirement à se manifester.

Le matin du 1^{er} avril, cent millions d'or rentrèrent à la Banque Nationale. L'encaisse-or passa de 12,5 milliards à 13 milliards le 4 avril et à 14,8 milliards le 25 avril. La différence ne représentait d'ailleurs pas intégralement le montant des capitaux revenus. Conformément à sa tradition, la Banque Nationale ne manquait pas de placer une partie de ses rentrées sous la rubrique « portefeuille sur la Belgique et sur l'Etranger ».

Le mouvement dépassait ce qu'avaient attendu les partisans les plus acharnés de la dévaluation. Au 25 décembre 1935, ainsi que le montre le tableau suivant, l'encaisse-or se chiffrait à 17,2 milliards contre 11,2 milliards le 28 mars 1935 et 12,5 milliards le 25 décembre 1934.

Situation de la Banque Nationale (1)

(en milliards de francs)

Banque Nationale (1)	25-12-29	25-12-33	25-12-34	28-3 35	25-12-35
Actif, or	5,9	13,7	12,5	11,3	17,3
Traites et disponibilités or sur l'étranger	2,8	—	—	—	—
Portefeuille effets sur la Belgique et valeurs-or sur l'étranger ..	4	3,9	3,4	4,7	6,5

(1) L'évolution des divers postes de l'Institut d'Emission de janvier 1935 à mars 1936 est détaillée à l'annexe VIII.

L'augmentation des réserves métalliques atteignit 53 % en valeur nominale, et 21 % compte tenu de la dépréciation de la monnaie.

Dans le même temps, le « portefeuille sur la Belgique et sur l'Etranger » passait de 4,7 milliards à 6,5, soit une plus-value de 39 % en valeur nominale et de 8,3 %, compte tenu de la dévaluation. Le développement de ce poste fut d'autant plus remarquable, qu'à la suite de la dévaluation, les cédants d'effets devinrent de moins en moins nombreux et, qu'à l'intérieur même du compte, le portefeuille proprement dit semble avoir été remplacé progressivement par des valeurs-or sur l'étranger. Son évolution se calque d'ailleurs sur celle de l'encaisse. Il atteignit, comme celle-ci, son maximum en juin, pour décroître par la suite sous l'influence de retraits étrangers provoqués par l'amélioration financière de certains pays, notamment de la France.

D'avril à décembre 1935 l'accroissement global de l'or ou des valeurs-or de la Banque Nationale, fut de l'ordre de 7.500 millions.

Le reflux des capitaux eut une première conséquence extrêmement heureuse. Conjugué avec le dégagement d'une partie de l'actif « gelé » et la plus-value du portefeuille, il rendit aux banques, une liquidité qui, précédemment, leur avait manqué et, dont le défaut était responsable en grande partie de la dévaluation. Dès le début d'avril, les banques purent commencer à se libérer des avances consenties par l'Institut d'Emission ou des Organismes d'Etat et à reprendre les titres qu'elles avaient donné précédemment en garantie. Si certaines banques, d'intérêt secondaire, ne se dégagèrent pas encore, l'amélioration générale fut toutefois remarquable ainsi qu'en témoignent les statistiques suivantes, relatives à la situation même des banques, et certains chiffres du bilan de la Banque Nationale.

Il est difficile d'apprécier dans les mêmes termes, la situation des banques privées, avant et après la dévaluation. La réglementation à laquelle, dans le même temps, furent assujettis ces établissements et les profondes modifications qui en résultèrent, empêchent les comparaisons exactes au cours d'une période toute de transition. Néanmoins, afin de préciser quelques tendances, le tableau suivant, qui reprend diverses statistiques vérifiées par recoupements, essaye de déterminer certains ordres de grandeur.

*Situation des Banques Belges**Actif*

(millions de francs)

	31 décembre 1933 (1)		31 décembre 1938		Différence des pourcent.
	Chiffres	Pourcent.	Chiffres	Pourcent.	
Encaisse	6.836	20,7	7.589	29	+8,3
Portefeuille effets de commerce ..	5.945	18,3	4.456	16,2	-2,1
Portefeuille titres et participations.	7.452	22,5	4.096	15,3	-7,2
Comptes courants débiteurs, prêts.	12.181	37	8.133	30,5	-6,5
Immeubles, mobilier	531	1,5	525	1,9	+0,4
Divers	—	—	1.865	7,1	+7,1
Total général	32.945	100	26.664	100	
<i>Passif</i>					
Non exigible :					
Capital social	4.308	13,5	2.827	10,7	-2,8
Réserves	2.934	9	676	2,5	-6,5
Total	7.242	22,5	3.503	13,2	-9,3
Exigible :					
Engagements	25.253	75,8	21.700	80,9	+5,1
Divers (solde bénéficiaire)	450	1,7	1.461	5,9	+4,2
Total	25.703	77,5	23.161	86,8	
Total général	32.945	100	26.664	100.	

Ce tableau montre un renforcement singulier des éléments de première liquidité : l'encaisse passe de 20,7 à 29 %. D'autre part, les comptes courants débiteurs fléchissent de 37 à 30 % indiquant un assainissement appréciable de la situation. Ce sont là deux faits marquants de l'évolution de l'actif, qui est confirmée d'ailleurs par les mouvements des postes « portefeuille effets de commerce », et « portefeuille titres et participations ».

Au passif, la diminution du capital et des réserves par rapport à l'ensemble provient évidemment de la scission des établissements mixtes d'autrefois, en banques d'affaires et de dépôts ; elle n'a rien qui puisse étonner. De ce fait, l'augmentation en pourcentage des engagements perd sa valeur et il convient surtout de retenir l'augmentation du poste « divers », où son repris les bénéfices réalisés par les banques.

L'étude de la situation fait apparaître cependant deux faiblesses. D'une part, l'importance même de l'encaisse révèle une abondance excessive de fonds sans emploi, due sans doute à l'afflux des capitaux étrangers, mais qui ne laisse pas de poser pour les banques un problème délicat de réemploi. D'autre part,

(1) Dernière année de l'ancien régime.

la plupart des engagements, bien que le tableau précédent ne le fasse pas apparaître, sont constitués par des comptes courants à vue ou à moins de trente jours, qui représentent plus de 80 % de l'ensemble des dépôts. Il semble donc que si les capitaux affluèrent sur le marché à court terme, ils craignirent encore de s'investir à long terme et que les effets immédiats de la dévaluation, très favorables sur le premier marché, ne se firent pas sentir, encore après un an, sur le second.

Quoi qu'il en fut, la situation des banques se modifia complètement et s'améliora dans une proportion inappréciable. Le tableau suivant qui reprend les principaux postes de quelques banques belges, fait d'ailleurs apparaître encore plus nettement cette évolution.

BANQUES	DÉPÔTS			PORTEFEUILLE COMMERCIAL			C. COURANTS DÉBITEURS		
	1934	1935	1936	1934	1935	1936	1934	1935	1936
Société Générale.....	4.388	—	—	1.135	—	—	2.810	—	—
Banque de la S ^e Générale	—	7.789	—	—	1.987	—	—	2.314	—
Banque d'Anvers.....	589	637	620	144	93	65	254	272	229
Cais. Générale de Reports	927	1.174	1.343	360	303	307	285	422	402
Crédit Anversoïis	674	740	—	139	167	—	321	371	—
Société Belge de Banque (1)	618	733	502	375	264	71	294	266	200
	7.191	11.073	—	2.153	2.814	—	3.964	3.645	(2)

Ces chiffres mettent bien en évidence l'augmentation des dépôts et la diminution des comptes courants débiteurs. La diminution du portefeuille commercial est remarquable, si on la rapproche de celle des comptes courants débiteurs ; elle indique non seulement un changement de méthode de crédit, mais encore l'abondance vraiment extraordinaire de l'argent à court terme. Cette abondance se révèle d'ailleurs dans la statistique des dépôts à la Caisse d'Epargne et aux Services des Chèques Postaux.

(1) D'après la situation au 30/6 de chaque année.

(2) En millions de francs.

(Millions de francs)	1933	1934	1935	1936
Solde des dépôts à la Caisse d'épargne.....	9.964	10.452	10.584	11.459
Solde des avoirs aux comptes de chèques postaux..	2.704	2.669	3.205	3.667

Le coefficient de liquidité des banques belges, obtenu soit en divisant l'ensemble du disponible et du réalisable aisément mobilisables, par le passif à court terme (A), soit en divisant l'ensemble du disponible et du réalisable par le total de l'exigible (B), s'établissait comme il suit au 31 décembre 1935 :

	Liquidités A		Liquidités B	
	78,21 %		112,85 %	
contre	50 %	et	97 %	fin 1933

L'amélioration était remarquable.

Cette amélioration se répercutait d'ailleurs sur la situation de la Banque Nationale, dont certains postes la reflétèrent immédiatement.

Banque Nationale

(millions de francs)

<i>Actif</i>	25-12-1929	25-12-1933	25-12-1934	28-3-1935	25-12-1935
Avances sur fonds publics belges	166	265	578	1.629	437
<i>Passif</i>					
Trésor public	152	882	165	127	342
Comptes courants particuliers ..	923	2.135	949	927	4.555

Le chapitre des avances sur titres commença à diminuer dès avril et, fin mai, il revint à un niveau normal. De mars à décembre, la déflation atteignit quelque 900 millions, plus de 50 %, compte tenu du coefficient monétaire. A ce moment, le montant des avances était nettement inférieur à celui de 1934, avant les opérations anormales de la période prédévaluatrice ; la différence dépassait 300 millions, compte tenu du coefficient de dévaluation.

Les comptes courants particuliers, qui représentent en réalité les disponibilités des banques privées, se relevèrent de moins d'un milliard à fin mars à 3 milliards au début de mai, pour présenter une augmentation de plus de 3,6 milliards à la fin de l'année et de près de 3 milliards compte tenu de la dévaluation.

La crise bancaire était donc résolue. Les établissements de crédit eurent la sagesse de garder liquide la presque totalité des

capitaux qui leur étaient remis. Evitant surtout d'investir les dépôts étrangers, ils ne cherchèrent que des placements à court terme. Mais leur abondance de disponibilités leur permit non seulement de prêter sur le marché intérieur, mais encore d'intervenir sur les marchés étrangers et de prendre notamment des bons de caisse de la Ville de Paris et des Chemins de Fer Français de l'Est.

B. — La monnaie

Tout en traduisant l'heureuse situation de l'ensemble des banques, le bilan de la Banque Nationale reflétait également l'affermissement de la devise.

L'augmentation des réserves d'or et du portefeuille-effets, plus importante que celle des comptes courants, créait une amélioration de la couverture monétaire, dans le temps où la diminution des avances sur fonds publics et des bons du Trésor assainissait la situation de la Banque. Le rapport de l'encaisse à l'ensemble des engagements à vue, qui s'établissait à 66,95 % à fin décembre 1934 atteignait, à la fin de 1935, 67,57 %. La circulation fiduciaire proprement dite était couverte à concurrence de 84 % par de l'or. Le pourcentage réel devait d'ailleurs être supérieur, par suite des disponibilités d'or cachées sous la rubrique « portefeuille-effets sur la Belgique et valeurs-or sur l'étranger ». La circulation fiduciaire était cependant en sensible augmentation, ainsi que le montre le tableau ci-dessous :

Billets émis par la Banque Nationale de Belgique

	25 décembre 1933	25 décembre 1934	25 décembre 1935	Différence entre 1934 et 1935
Billets de : 10.000....	828.120.000	933.330.000	2.072.300.000	+1.138.970.000
1.000....	7 870.694.000	8.291.904.000	9.994.961.000	+1.703.057.000
500....	2.311.904.500	2.371.132.000	2.722.989.500	+ 351.857.500
100....	5.425.033.600	5.486.814.600	5.847.062.800	+ 360.248.200
50....	545.127.550	508.044.550		— 508.044.550
Total.....	16.980.879.650	17.591.225.150	20.637.313.300	+3.046.088.150

La demande de billets, devenue pressante durant les trois premiers mois de l'année, sous l'emprise de la crise bancaire, ne s'était pas résorbée depuis; d'une année à l'autre, le développement de la circulation atteignait près de 20 %, car aux trois

milliards relevés ci-dessus il fallait joindre les 500 millions de billets de 50 francs repris par l'Etat à l'Institut d'Emission.

Cet accroissement ne présentait aucun caractère inquiétant. Il était évidemment le corollaire de la progression des transactions et de la hausse des prix.

Cependant, l'augmentation portant surtout sur les billets de 10.000 francs et de 1.000 francs, il paraît évident que la thésaurisation ne s'arrêta pas après la dévaluation. Aussi efficace qu'elle fut pour provoquer une détente du marché monétaire, l'opération ne vainquit pas la répugnance du public à investir ses avoirs; elle n'eut d'effets sur le marché à long terme que lorsqu'une politique opportune vint la compléter et qu'après une certaine persistance de l'amélioration.

Il faut noter, toutefois, à la décharge de cette réserve que bon nombre de thésaurisants étaient des étrangers qui, craignant pour leur propre devise, recherchaient la monnaie belge pour elle-même. De ce fait, la thésaurisation présenta un nouveau caractère et consacra, au moins dans une certaine mesure, plutôt un espoir qu'une crainte de l'avenir de la Belgique.

L'étude du marché des changes fait encore apparaître plus nettement que celle de la situation de la Banque Nationale l'appréciation du belga.

Depuis le 1^{er} avril 1935, la stabilité et la fermeté indiscutables du belga furent stimulées encore de temps à autre par les difficultés propres des autres devises, et particulièrement par les accès de faiblesse de Paris, Amsterdam et Zurich. Si les monnaies du bloc-or dépassèrent parfois la parité, leur hausse fut provoquée, non par une faiblesse du franc belge, mais par la réaction de ces devises revenant à meilleure fortune. Les mouvements en ce sens ne furent d'ailleurs jamais de longue durée. Ils se concentrèrent vers la fin du mois de juin et le début de juillet, lorsque s'éclaircirent les difficultés politiques françaises. Dès septembre, ils disparurent.

A terme, les cotations rendirent bien compte du changement radical apporté par la dévaluation. Jusqu'à avril 1935, report sur toutes les devises et taux plus élevé pour les monnaies fluctuantes que pour les monnaies-or; à partir du mois d'avril, déport et tendance constamment en faveur du belga. Le taux du déport sur la livre doit être d'ailleurs le seul à être pris en considération,

les taux atteints sur le franc français et le florin traduisant, plutôt que la confiance du public dans le franc belge, sa défiance vis-à-vis de ces monnaies.

Change à terme
Report ou déport exprimés en Belgas

Moyenne des cotations (à 3 mois)	Pour 1 £		Pour 100 FF		Pour 1 \$		Pour 100 flor	
	Acheteur	Vendeur	Acheteur	Vendeur	Acheteur	Vendeur	Acheteur	Vendeur
1934	R 0,1027	R 0,1089	R 0,0392	R 0,0475	R 0,0104	R 0,0126	R 0,9057	R 1,0000
1935	D 0,0179	D 0,0129	D 0,6513	D 0,6137	R 0,0066	R 0,0082	D 7,6550	D 7,6550
1935 janvier	R 0,2494	R 0,2608	R 0,2523	R 0,2690	R 0,0472	R 0,0508	R 3,1500	R 3,1500
février	R 0,3033	R 0,3279	R 0,3024	R 0,3117	R 0,0622	R 0,0651	R 3,4040	R 3,4040
mars	R 0,6264	R 0,5612	R 0,7412	R 0,6304	R 0,1270	R 0,1130	R 7,6830	R 7,6830
avril	D 0,1469	D 0,1220	D 0,4850	D 0,4655	D 0,0252	D 0,0247	D 13,2570	D 13,2570
mai	D 0,2546	D 0,2381	D 1,1971	D 1,1212	D 0,0429	D 0,0363	D 13,7650	D 13,7650
juin	D 0,2609	D 0,2520	D 1,5975	D 1,4546	D 0,0327	D 0,0268	D 12,9400	D 12,9400
juillet	D 0,1660	D 0,1620	D 1,1640	D 1,1310	D 0,0167	D 0,0105	D 11,5440	D 11,5440
août	D 0,1335	D 0,1288	D 0,8923	D 0,8421	D 0,0118	D 0,0095	D 12,6810	D 12,6810
septembre ...	D 0,1132	D 0,1048	D 0,7381	D 0,7080	D 0,0089	D 0,0066	D 15,4050	D 15,4050
octobre	D 0,1251	D 0,1185	D 0,6320	D 0,5990	D 0,0068	D 0,0057	D 10,7550	D 10,7550
novembre ...	D 0,1077	D 0,0997	D 1,2130	D 1,1250	D 0,0075	D 0,0066	D 8,5820	D 8,5820
décembre ...	D 0,0859	D 0,0792	D 1,1930	D 1,1290	D 0,0046	D 0,0034	D 7,1670	D 7,1670
1936 janvier	D 0,0620	D 0,0595	D 1,0920	D 1,0530	D 0,0051	D 0,0033	D 5,4880	D 5,4880
février	D 0,0094	D 0,0056	D 0,7630	D 0,7400	R 0,0034	R 0,0052	D 3,6090	D 3,6090
mars	D 0,0003	R 0,0016	D 1,2036	D 1,0960	R 0,0084	R 0,0096	D 3,0320	D 3,0320
avril	D 0,0363	D 0,0310	D 1,6210	D 1,5920	D 0,0019	D 0,0008	D 3,9220	D 3,9220

C. — Le loyer de l'Argent

La crise du début de 1935 ne s'était pas traduite par une élévation exagérée des taux à court terme. Les difficultés des banques et des industries provenaient même, dans une certaine mesure, de tentatives systématiques pour éviter un renchérissement du loyer de l'argent. Aucune nervosité ne s'était manifestée pour le papier hors banque, le marché ayant complètement disparu et le réescompte ne s'effectuant plus qu'à la Banque Nationale. Le taux du call-money n'avait guère dépassé 3 % dans les plus mauvais jours, témoignant ainsi de l'absence de marché monétaire et de la dépendance presque absolue du système bancaire vis-à-vis de l'Institut d'Emission, en cas de difficultés.

A la suite de la dévaluation, cependant, la situation s'améliora. Avant même que l'abondance des disponibilités ait pu être res-

sentie, le Gouvernement obtint le 15 mai, de la Banque Nationale, l'abaissement de 2,50 à 2 % et de 3 à 2,50 % du taux d'escompte des acceptations et des promesses. Dans le même temps, le taux du papier hors banque fléchit à 1 7/8 % et le call-money ne fut même plus coté. Au mois de juin, le taux des reports de la Caisse Générale des Dépôts et Consignations fut ramené de 6,5 à 6 % sur les valeurs au comptant et de 6 à 5,50 % sur les valeurs à terme.

Taux du marché de l'argent à Bruxelles en 1935
(Moyennes mensuelles)

	Banque Nationale de Belgique			Taux hors banque du papier commercial	Taux du "call-money"	Taux des Reports (1)	
	Escompte d'acceptations	Escompte de promesses	Avances sur Fonds publics			Sur valeurs au comptant	Sur valeurs à terme
Janvier.....	2,50	3	3	2,375	1,514	6,50	6
Février.....	2,50	3	3	2,375	2,005	6,50	6
Mars.....	2,50	3	3	2,375	2,242	6,50	6
Avril.....	2,50	3	3	2,375	0,795	6,50	6
Mai.....	2	2,50	3	2,116	0,688	6,50	6
Juin.....	2	2,50	3	1,875	—	6	5,50
Juillet.....	2	2,50	3	1,875	1	6	5,50
Août.....	2	2,50	3	1,875	0,500	6	5,50
Septembre...	2	2,50	3	1,875	—	6	5,50
Octobre.....	2	2,50	3	1,875	—	6	5,50
Novembre....	2	2,50	3	1,875	—	6	5,50
Décembre....	2	2,50	3	1,875	—	6	5,50
Janvier 1936..	2	2,50	3	1,520	—	5,50	5
Février.....	2	2,50	3	1,448	—	5,50	5
Mars.....	2	2,50	3	1,375	—	5,50	5

De mars 1935 à mars 1936, l'intérêt sur les dépôts à vue en banque passa de 0,75 à 0,50 % et, celui des comptes de quinzaine, de 2 à 1,05 %. L'organisation du marché à court terme était d'ailleurs renforcée par la création de l'Institut de Réescompte et de Garantie, qui put émettre des certificats de Trésorerie à 60 jours et à 90 jours à des taux respectifs de 7/8 et de 1 %.

La caractéristique principale du marché demeurait le volume important des capitaux inemployés.

(1) Taux de la Caisse Générale des Reports et de Dépôts.

Certains témoignages de la thésaurisation des particuliers et de l'accroissement des dépôts bancaires ont été relevés dans les pages précédentes. Un autre indice, tout aussi significatif, peut être trouvé dans la vitesse de circulation des comptes courants particuliers à la Banque Nationale. Celle-ci diminua de 60 %, ainsi que le montre le tableau suivant :

*Vitesse de circulation des comptes courants particuliers
à la Banque Nationale*

1933.....	135
1934.....	145
1935.....	65
1936.....	58

Les taux d'intérêts à long terme ne fléchirent pas aussi rapidement ni aussi fortement que les taux à court terme.

L'offre resta sous l'emprise d'un malaise dû, en grande partie d'ailleurs, à des causes d'ordre général et non à des facteurs propres à la Belgique. Les émissions furent peu nombreuses ainsi qu'en témoigne le tableau suivant et les taux ne baissèrent sensiblement pas.

*Emissions apparentes de capitaux frais par les compagnies
par actions (en milliers de francs)*

Années	Constitutions augmentations et obligations	Apports	Emissions sans les apports	Emissions des banques assurances et opérations financières (sans les apports)	Emissions apparentes de capitaux frais
	(1)	(2)	(3) = (1) - (2)	(4)	(5) = (3) - (4)
1929..	14.965.943	3.065.222	11.900.721	5.968.423	5.932.298
1930..	5.356.325	1.781.588	3.574.737	677.076	2.897.661
1931..	4.403.790	1.774.820	2.628.970	604.291	2.024.679
1932..	2.152.057	1.218.587	933.470	302.565	630.905
1933..	1.743.004	846.576	896.428	276.432	619.996
1934..	2.167.387	1.491.326	676.061	328.100	347.961
1935..	3.082.134	2.065.677	1.016.457	529.307	487.150

Le taux des comptes courants débiteurs des banques se maintint à 5 et à 6 %, compte non tenu des commissions qui atteignaient parfois 0,5 % l'an. Malgré la réduction d'office du taux

des hypothèques, ramené à 6 %, et l'entrée en activité de l'Office Central Hypothécaire, malgré la diminution du taux de capitalisation des rentes, les emprunts privés restèrent assez onéreux.

Cependant, une certaine amélioration se manifesta à la fin de l'année. Plusieurs opérations purent alors être conclues pour des périodes de 10 à 25 ans, à des taux variant entre 4 et 5,5 %, soit 2 ou 2,50 % de moins qu'en 1934. Les moyens exceptionnels auxquels les Etablissements avaient dû recourir pendant la crise restèrent en grande partie inutilisés. Les opérations de l'A.N.I.C. et de la S.N.C.I. ne s'accrurent en 1935 que dans une faible proportion, qui traduisait, plutôt qu'un endettement nouveau, une liquidation définitive des mauvaises affaires.

D. — Bourse et Portefeuille

Le retour des capitaux eut sur la Bourse un effet appréciable, d'autant plus appréciable que souvent ceux-ci refusèrent de s'investir à long terme et préférèrent à une rémunération d'intérêts un gain de capital.

Le tableau suivant montre l'ampleur des nouvelles opérations.

Caisse de liquidation de la Bourse de Bruxelles

(en millions)

	Comptant	Termé
1933 Moyenne mensuelle	346	62
1934 Moyenne mensuelle	328	46
1935 Moyenne mensuelle	785	73
1935 Janvier	380	36
Février	362	47
Mars	547	65
Avril	1.147	130
Mai	1.837	112
Juin	1.192	97
Juillet	664	66
Août	488	56
Septembre	482	47
Octobre	707	57
Novembre	891	97
Décembre	723	65
1936 Janvier	1.136	89
Février	1.477	143
Mars	1.114	112

Les indices de 30 titres à revenu fixe et de 120 titres à revenu variable qui, au 1^{er} janvier 1928, s'établissaient à 100 (index de la

Banque Nationale de Belgique), avaient atteint pour la période du 1^{er} janvier 1934 au 30 mars 1935, les minima et maxima suivants :

	Indices des titres	
	à revenu fixe	à revenu variable
Minimum au 1 ^{er} janvier 1934.....	111	—
— au 1 ^{er} mars 1935.....	—	25
Maximum au 1 ^{er} octobre 1934.....	119	—
— au 2 janvier 1934.....	—	33
Ils se fixèrent au 2 mars 1936 à.....	124	et 44

La hausse des valeurs à revenu variable commença le 15 mars. Au début d'avril, l'index monta à 32, ce qui représentait 30 % de plus-value sur les minima enregistrés. Au cours du mois, la hausse s'accéléra, mais très sagement le Gouvernement prescrivit de limiter à 10 % le maximum des écarts journaliers à la hausse et à la baisse des titres. Grâce à cette précaution, le marché trouva assez rapidement son équilibre. L'index s'éleva à 38 au début de mai et à 40 au début de juin. Libérée de la pression de la déflation, la Bourse avait donc fait plus qu'incorporer dans les cotations le coefficient de hausse de la dévaluation.

Une réaction survint ensuite, sous la triple influence du repos nécessaire après une étape de hausse rapidement franchie, du ralentissement saisonnier, des difficultés que l'on sentait s'amonceler dans le domaine de la politique internationale. Mais, en présence des résultats de plus en plus défavorables, une nouvelle reprise s'amorça en octobre, à peine troublée quelques jours par la mise en vigueur de sanctions économiques envers l'Italie. L'avance fut particulièrement vive au cours des deux premiers mois de 1936. Au début de mars, l'index de la Banque Nationale s'établit à 44, ce qui représentait une hausse de 75 % sur le chiffre de mars 1935.

Il convient d'observer que la hausse (1) n'a pas été parallèle dans tous les compartiments boursiers, comme le voudrait une conception simpliste basée sur la valeur-or des entreprises. Les titres d'industries « abritées », c'est-à-dire non soumises à la concurrence étrangère, avaient baissé modérément au cours de la crise; ils ne profitèrent que faiblement de la dévaluation. Tel fut

(1) En francs van Zeeland, pour le détail des variations, cf. annexe IX.

le cas notamment des valeurs d'électricité. Par contre, les titres des industries « non abritées », très dépréciés, se redressèrent rapidement. Les valeurs de zinc, plomb et mines triplèrent (1); celles de textiles ne furent pas loin de faire de même; celles de charbonnages, des entreprises coloniales et métallurgiques doublèrent largement (1).

Les rentes, qui avaient été au temps de la déflation assez fortement réalisées, virent leur cours s'élever dès l'instauration du nouveau régime. L'opération de conversion ralentit le progrès, mais à la fin de l'année l'indice s'établit à 124 contre 112 le 15 mars, en hausse de 11 %. L'indice général des titres à revenu fixe passa dans le même temps de 114 à 124, témoignant d'une augmentation de 8,5 %.

Les statistiques, établies par la Banque Nationale pour relever l'ensemble de la fortune mobilière de la Belgique, font apparaître des tendances analogues, mais des résultats beaucoup moins flatteurs et sans doute plus proches de la réalité. Elles ne tiennent pas compte de la situation anormale de mars 1935 et ne considèrent que les fluctuations intervenues au cours de l'année entière.

(en millions de francs)	Premier Janvier 1933		Premier Janvier 1936	
	Capital nominal global des titres inscrits	Valeur boursière globale des titres inscrits	Capital nominal global des titres inscrits	Valeur boursière globale des titres inscrits
Rentes belges	28.142	25.663	33.864	31.459
Emprunts des collectivités locales ..	4.836	4.187	4.795	4.390
Obligations des sociétés	2.779	2.423	2.650	2.663
Ensemble des titres à revenu fixe..	35.757	32.273	41.309	38.572
Ensemble des actions	26.381	33.438	24.964	47.263
Total général.....	62.138	65.711	66.273	85.835

Il est difficile, eu égard aux variations survenues dans le capital nominal des titres inscrits, de rapprocher ces chiffres et même d'effectuer des corrections précises. Etant donné cependant qu'il s'agit d'un ordre de grandeur plutôt que d'une estimation exacte, il semble que l'on puisse déterminer sans trop d'erreur les évolutions de la fortune mobilière de la Belgique pendant l'année qui suivit la dévaluation, de la façon suivante :

(1) En francs van Zeeland, pour le détail des variations, cf. annexe IX.

I. Valeur boursière fictive au 1^{er} janvier 1935 (correspondant au capital nominal de janvier 1936) :

	32.273×41.309	
a) Ensemble des titres à revenu fixe	<u>35.757</u>	= 37.280
	33.438×24.964	
b) Ensemble des actions	<u>26.381</u>	= 31.641
	65.710×66.273	
c) Total général	<u>62.139</u>	= 70.083

II. Plus-value boursière :

a) Titres à revenu fixe	$38.579 - 37.280 = 1.293$
b) Ensemble des actions	$47.263 - 31.641 = 15.622$
c) Total	$85.835 - 70.083 = 15.752$

III. Pourcentage :

a) Titres à revenu fixe	3,50 %
b) Ensemble des actions	49 %
c) Total	23 %

Si l'on rapproche ces chiffres de la hausse du coût de la vie (12 %), on peut conclure que l'ensemble de la fortune mobilière belge s'est élevé de 11 %. La fortune en titres à revenu fixe subit une diminution de 8,5 %, mais la fortune exprimée en actions s'accrut de 37 %. Le résultat d'ensemble peut être considéré comme satisfaisant.

Tant sur la situation des banques et sur la monnaie que sur la situation du marché de l'argent et sur la condition des fortunes particulières, la dévaluation a eu d'heureux effets.

CONCLUSION

Si pour la clarté de l'exposé, on fut obligé dans les pages précédentes de donner de nombreuses statistiques et d'éparpiller, avec parfois des répétitions indispensables, les résultats de l'opération monétaire, il convient, semble-t-il, de grouper ces classifications souvent arbitraires en un tableau d'ensemble. Tout se tient dans une dévaluation et l'on ne saurait déterminer la part exacte de son incidence dans un domaine, sans examiner son influence dans les autres.

L'étude des variations générales, portant sur le capital et le revenu de la Belgique en 1935, permettra d'apprécier globalement la

perte ou l'accroissement de richesse que la dévaluation procura au pays. Si imprécises qu'elles fussent, les estimations, recoupées soigneusement pour éviter les chances d'erreur, donneront un ordre de grandeur suffisamment approché pour tirer d'utiles renseignements.

Capital

L'estimation du capital de la Belgique, sera faite, suivant les données exposées par M. Baudhuin dans son livre « La Belgique après le Centenaire ». (1)

M. Baudhuin résumait en 1930, le capital de la Belgique ainsi qu'il suit :

Fortune de la Belgique en 1930 (en millions de francs)

I. Immeubles :		
Bâtiments	101.000	
Terrains	62.000	
		163.000
II. Autres biens, appartenant à des particuliers :		
Cheptel et matériel agricole (1).....	16.000	
Valeur nette des actions possédées par des Belges (2)	75.000	
A déduire : actifs portés ailleurs	15.000	
		60.000
Obligations	4.000	
Portefeuille étranger	50.000	
A déduire : actifs portés ailleurs	12.000	
		38.000
Mobilier, linge, bijoux, etc.	45.000	
Stocks de marchandises	40.000	
Avoir réel de la Banque Nationale	10.000	
Outils de l'industrie privée et du commerce, bateaux..	10.000	
		223.000
III. Propriétés collectives :		
Etat, Provinces, Communes	59.000	
Total général (5)		445.000

En 1934, compte tenu du fléchissement respectif des prix de gros et des prix de détail de 40 et 25 %, ainsi que des diminutions

(1) *Editions de la Société d'Etudes Morales, Sociales et Juridiques*, Louvain 1931, pages 135 à 154.

(1), (2) et (5) Cf. page 265.

de valeur propres à chacun des postes, le bilan s'établit comme suit :

Fortune de la Belgique en 1934
(en millions de francs)

I. Immeubles :			
Bâtiments	61.000		
Terrains	42.000		
			103.000
II. Autres biens, appartenant à des particuliers :			
Cheptel et matériel agricole (1)	10.800		
Valeur nette des actions possédées par les Belges (2)	30.000		
A déduire : actifs portés ailleurs	9.500		
		20.500	
Obligations		2.400	
Portefeuille étranger	25.000		
A déduire : actifs portés ailleurs	6.500		
			18.500
Mobilier, linge, bijoux, etc.	33.750		
Stocks de marchandises	30.000		
Avoir réel de la Banque Nationale	11.000		
Outils de l'industrie privée et du commerce, bateaux..	6.500		
			132.450
III. Propriétés collectives :			
Etat, Provinces, Communes	40.000		
Total général (5)			275.450

La fortune de la Belgique peut, en mars 1935, s'estimer à 275 milliards, ou plus exactement à 250 milliards, déduction faite du montant de la dette extérieure (26,2 milliards).

Un an après la dévaluation, en tenant compte des divers coefficients de hausse, coût de la vie 12 %, prix de détail 10 %, prix de gros 25 %, et de chiffres donnés par diverses statistiques, on arriverait au tableau suivant :

Fortune de la Belgique un an après la dévaluation
(en millions de francs)

I. Immeubles :			
Bâtiments	62.400		
Terrains	44.000		
			106.400

(1), (2) et (5) Cf. page 265.

	Report	106.400	
II. <i>Autres biens</i> , appartenant à des particuliers :			
Cheptel et matériel agricole (1)		13.020	
Valeur nette des actions possédées par les Belges (2)	40.000		
A déduire : actifs portés ailleurs	10.300		
		29.700	
Obligations		2.700	
Portefeuille étranger (3)	34.500		
A déduire : actifs portés ailleurs	8.970		
		25.530	
Mobilier, linge, bijoux, etc.		38.800	
Stocks de marchandises (4)		33.000	
Avoir réel de la Banque Nationale		23.000	
Outils de l'industrie privée et du commerce, bateaux..		7.800	
			173.550
III. <i>Propriétés collectives</i> :			
Etat, Provinces, Communes			49.500
Total général (5)			329.450

Si l'on considère les tableaux précédents, on remarque qu'un an après la dévaluation, la fortune de la Belgique est passée de 275.550 millions à 329.450 millions, soit une augmentation de 19,5 %. Si l'on rapproche ce coefficient de celui de la diminution du pouvoir

	1930	1934	1935
(1) Cheptel	10.000	6.000	7.500
Matériel agricole	6.000	4.800	5.520
(2) Valeurs cotées à la Bourse de Bruxelles	87.000	33.000	47.000
Valeurs non cotées	25.000	12.000	15.000
	112.000	45.000	62.000
A déduire :			
Portefeuille belge des Sociétés	15.000	7.000	9.000
Titres appartenant à des étrangers	22.000	8.000	13.000
	75.000	30.000	40.000
A déduire parce que compris ailleurs :			
Immeubles appartenant à des Sociétés Anon.	11.000	6.000	6.300
Actions des Chemins de fer belges, partie restée en Belgique	4.000	3.500	4.000
	60.000	20.500	29.700

On ne tient pas compte à ce poste ni des rentes, ni des obligations communales ou privées, ni des hypothèques, qui sont compensées par des dettes collectives ; mais on inclut les obligations émises par des sociétés anonymes.

(3) Chiffre de 1934 corrigé par la valeur du coefficient de dévaluation, 38 %.

(4) Ces stocks devraient être théoriquement multipliés par 25 % du fait de la hausse des prix, mais par suite de leur réduction quantitative, l'augmentation peut être ramenée à 15 %.

(5) On ne tient pas compte dans l'établissement de la fortune de la Belgique des dépôts bancaires et de ceux de la Caisse d'Epargne ou des autres institutions de crédit, car ils sont généralement couverts par des opérations de contrepartie, financement des stocks, prêts hypothécaires, souscriptions d'émissions ou d'obligations.

d'achat donné par la hausse des prix (17 %) (1), on s'aperçoit que la fortune de la Belgique, par suite de la dévaluation et de la revalorisation de certains de ses éléments d'actifs, a crû d'environ 2,5 %. La faiblesse de cette augmentation au regard des erreurs des différents calculs n'autorise pas de penser à un accroissement vraiment effectif du capital de la Belgique. Tout au moins, il est permis d'affirmer que celui-ci ne s'est pas réduit et que, contrairement à ce que l'on pense parfois, la dévaluation de la monnaie peut ne pas entraîner une perte de substance pour une Nation. Il faut souligner ici que l'on ne s'attache pas à la valeur-or du capital, qui n'aurait guère de signification, — celui-ci évidemment se serait réduit de près de 20 % — mais à la valeur du capital exprimée en pouvoir d'achat.

Toutefois, à l'intérieur même de l'ensemble de la fortune de la Belgique, une nouvelle répartition des richesses se produisit.

a) Le capital des propriétaires fonciers, en valeur de pouvoir d'achat, diminua de 12 % pour les immeubles bâtis et de 6 % pour les immeubles non bâtis, le loyer nominal des terres s'étant beaucoup plus accru que celui des propriétés bâties.

b) Les propriétaires de cheptel et de matériel agricole conservèrent intacte la valeur de leur capital avec un léger accroissement dû à la hausse du cheptel. Le capital « cheptel » crût de 8 % (25-17), le capital « matériel agricole » resta inchangé.

c) L'accroissement de l'avoir réel de la Banque Nationale de 11.000 à 23.000 millions, soit 109-17 : 92 %, dénote un enrichissement appréciable, par suite du retour de nombreux capitaux qui profitèrent de la dévaluation pour multiplier d'heureuses manœuvres spéculatives. L'émigration des capitaux avant la dévaluation était, d'ailleurs, grâce au mécanisme des opérations à terme en Bourse des valeurs ou des marchandises, un sûr garant d'un enrichissement ultérieur plus important proportionnellement que le coefficient même de dévaluation. Au surplus, au capital national s'ajoutaient, au moins temporairement, des capitaux étrangers qui venaient se réfugier en Belgique et parfois s'y investir.

e) L'accroissement de fortune de la Belgique provint en grande partie de l'augmentation de la valeur du capital mobilier. La valeur des actions et des obligations possédées par les Belges est passée

(1) Ce chiffre est obtenu par pondération de l'augmentation des prix de gros (25 %) et de l'augmentation des prix de détail (10 %), tels qu'ils résultent des indices.

de 22.900 à 32.400, soit une augmentation de $41,4 - 17 = 24,4$ %. L'accroissement fut également sensible, bien qu'il fut moins caractéristique et qu'il découla davantage de la nature des choses, pour le portefeuille étranger détenu par les Belges. Celui-ci, passant de 18.500 à 25.300 millions, accusa une augmentation d'environ 38 %.

En bref, la dévaluation fut effectuée au détriment de la fortune immobilière et au profit de la fortune mobilière, à l'exception des rentiers. Elle profita davantage à l'industrie et au gros capitalisme qu'à l'agriculture.

Revenu

Sur le revenu, l'incidence de la dévaluation fut plus complexe et mérite d'être étudiée d'une façon plus détaillée.

D'une manière générale, en tenant compte du fait qu'il y eut un certain délai entre la progression de l'activité économique et l'augmentation des revenus, on comparera, les uns par rapport aux autres, les revenus de 1934 et les revenus de 1936.

1° *Salaires*. — L'accroissement des salaires des ouvriers et des employés fut de l'ordre de 6,6 %. Leur montant total (1) passa d'environ 23.184 à 24.734 millions.

2° *Commerce et industrie*. — On n'a que très peu d'indications en ce qui concerne les bénéfices réalisés par les entreprises privées. Si l'on se réfère (2) aux indications fiscales, aussi bien qu'aux indices fournis par la variation des dividendes distribués (+35 % de 1934 à 1936), et aux indices du chiffre d'affaires — (la taxe de transmission accusé environ une augmentation de 30 %, compte tenu des dégrèvements) — on peut, comme on l'a vu dans les pages précédentes, estimer à près de 40 % l'accroissement des bénéfices bruts réalisés par les entreprises commerciales et industrielles, en tenant compte des bénéfices mis en réserve. Pour déterminer le bénéfice net, quelque approximation que forcément l'on atteigne, le tableau suivant paraît donner un ordre de grandeur relativement correct.

Augmentation du revenu brut.

Augmentation des transactions ou de la production	20 %
Augmentation des prix	17 %
Augmentation totale	40 %

(1) Cf. page 229.

(2) Bulletin de l'Institut des Sciences Economiques de Louvain. Février 1937. BAUDRIN : « Les Revenus ».

Augmentation des frais généraux.

Endettement	— 1 %
Matières premières	+ 25 %
Amortissements	+ 15 %
Salaires ouvrier	+ 4 %
Salaires de personnel	0 %
Impôts (1)	+ 15 %
Accroissement moyen pondéré des frais généraux	12 %
Accroissement du revenu net	50 %

La progression n'affecta pas de la même façon toutes les catégories d'entreprises. L'industrie hôtelière et le commerce de luxe par exemple, en profitèrent davantage par suite de l'Exposition et de l'afflux des touristes. Mais, le commerce de détail dans son ensemble, fut sans doute moins favorisé. Pris entre l'augmentation des prix de gros et l'inertie relative des prix de détail, sa situation dans bien des cas ne s'améliora pas autant que celle des entreprises de production. Le tableau précédent résume une moyenne. L'accroissement des prix de revient fut presque uniquement dû à la hausse importante des matières premières. L'augmentation de la marge bénéficiaire résulta essentiellement du développement des affaires et de la diminution relative du poids des frais généraux. Si l'on estime à environ 5 milliards le revenu net des entreprises industrielles et commerciales en 1934, celui-ci semble avoir atteint un an après la dévaluation près de 7,5 milliards. Ce chiffre est confirmé par les statistiques des grands magasins et les statistiques fiscales.

3° *Agriculture.* — Pour l'agriculture, le progrès fut moins sensible que pour l'industrie. Le revenu brut augmenta de 30 %, mais les charges (loyer de la terre, main-d'œuvre et surtout salaires en nature, fournitures et matériel) s'accrurent dans l'ensemble de 15 à 20 %. Tout compte fait, l'amélioration du revenu net ne dut guère dépasser 35 à 40 %. Estimé en 1934 à 3 milliards, il dut en 1936 s'élever au maximum à 4,2 milliards.

4° *Fonctionnaires et employés publics.* — Les traitements des fonctionnaires et employés d'organismes publics ont suivi d'assez près ceux des employés de l'Etat. En augmentation moyenne de

(1) Compte tenu du fait que le produit de la taxe de transmission s'est accru comme le revenu brut, mais que le produit d'autres impôts s'est accru notablement moins ou pas du tout.

5 % ils ont dû croître d'environ 4.000 millions en 1934 à 4.200 millions en 1936.

5° *Tantièmes*. — Le montant des tantièmes touchés par les administrateurs, commissaires et assimilés, peut être supputé du fait que le régime fiscal comporte des additionnels spéciaux. Pour 1934, le chiffre des impositions fut d'environ 46 millions ; pour 1936, le Trésor encaissa près de 70 millions. Les revenus de cet ordre semblent donc être passés, un an après la dévaluation, de 450 à 650 millions.

6° *Professions libérales*. — La sous-évaluation des bénéfices des professions libérales dans les déclarations fiscales ne permet pas de tenir compte des statistiques administratives. Au cours de la reprise, ces revenus ne connurent d'ailleurs qu'une amélioration tardive. Tout compte fait, il semble que l'on puisse, avec le Professeur Baudhuin, les estimer globalement à 500 millions pour 1934 et 600 pour 1936.

Quelque difficile que soit l'estimation des revenus professionnels, celle des revenus de la fortune acquise comporte encore plus d'incertitude. Mais là aussi, ce qui intéresse, c'est moins un chiffre absolu, qu'une comparaison approximative. De ce fait les plus grandes chances d'erreur paraissent éliminées.

1° *Immeubles*. — La dévaluation n'entraîna pas la hausse du loyer des immeubles bâtis ; son seul effet dans ce domaine fut d'enrayer la baisse qui se poursuivait depuis si longtemps. Elle améliora, par contre, de façon appréciable la situation des propriétaires de terres, par suite de la revalorisation des baux libellés en nature. De façon générale, si l'on tient compte du montant des revenus cadastraux proprement dits, déduction faite du revenu cadastral des terrains industriels, on peut estimer l'ensemble de ces revenus à quelque 7 milliards en 1936 contre 6,8 milliards. L'augmentation est de l'ordre de 3 %.

2° *Dividendes et intérêts*. — L'évolution des revenus de capitaux mobiliers est retracée fidèlement par les statistiques de la Banque Nationale.

En 1936, les dividendes furent supérieurs de 35 % à ceux de

l'année précédente, passant de 2.167 à 2.850 millions. Par contre, les coupons payés aux obligataires ne progressèrent que faiblement par suite du manque d'émissions nouvelles et de la réduction des taux d'intérêt : 570 millions contre 565.

De ces chiffres, il convient de déduire la taxe mobilière (environ 24,2 % pour les actions en régime normal). Il faut tenir compte du fait que certains dividendes sont comptés deux fois, parce qu'encaissés par des holdings et ensuite distribués aux actionnaires de celles-ci, mais faire également état des coupons servis aux Fonds Publics (Etat, Provinces et Communes) qui, par suite de la conversion progressive de tous les emprunts, passèrent successivement de 1.960 millions en 1934, à 1.600 millions en 1936, pour une dette nominale égale. Enfin, il importe d'inclure dans le bilan général, les coupons du portefeuille étranger, qui doivent, d'après les estimations du Ministère des Finances, être estimés à environ 700 millions en 1934 et 1.200 millions en 1936, et déduire en contrepartie les participations de l'étranger dans les revenus belges. Le tableau de l'évolution des revenus mobiliers semble pouvoir être dressé ainsi qu'il suit :

Revenus mobiliers

(Estimation en millions)

	1934	Un an après la dévaluation
Coupons d'actions ou d'obligations belges ou congolaises (bruts)	2.732	3.420
Coupons étrangers (bruts)	700	1.200
Intérêts des Fonds Publics : pour mémoire : intérêts bancaires hypothécaires, de la Caisse d'Epargne (double emploi)	1.960	1.600
Total	5.392	6.220
<i>A déduire :</i>		
Participations de l'étranger	800	1.000
Coupons encaissés par des holdings et redistribués	600	800
Total des revenus mobiliers effectiv. encaissés par des Belges	3.992	4.420

N. B. — Il n'a pas été tenu compte de l'incidence de la taxe mobilière par suite de la difficulté d'apprécier dans chaque cas son taux exact. Au surplus sa répercussion sur les deux termes de la comparaison ne change guère les résultats d'ensemble.

En bref, l'évolution des divers revenus, à la suite de la dévaluation, peut se résumer ainsi :

Titres (en millions)	1934	Un an après la dévaluation	Pourcentage
A. Revenus professionnels			
Salaires (ouvriers et employés)	23.184	24.734	+ 7 %
Exploitations industrielles (1) et commerciales ..	5.000	7.500	+ 50 %
Agriculteurs	3.000	4.200	+ 40 %
Fonctionnaires et employés	4.000	4.200	+ 5 %
Professions libérales	500	600	+ 20 %
Tantièmes	450	650	+ 44,5%
Total	36.134	41.884	+ 15,9%
A. Fortune acquise			
Immeubles	6.800	7.000	+ 3 %
Dividendes et intérêts encaissés par les Belges	3.992	4.420	+ 10 %
Réserves des Sociétés Anonymes (pour mémoire)(2)	—	—	—
	10.792	11.420	+ 6,7%
	46.926	53.304	+ 13,3%

Les pourcentages indiqués dans le tableau précédent ne doivent pas être rapprochés de l'augmentation pondérée des prix de gros et des prix de détail, mais plutôt de la hausse du coût de la vie. Si l'on se souvient que celle-ci fut de l'ordre de 12 %, on peut tirer des chiffres ci-dessus les conclusions suivantes :

1° Considéré dans son ensemble, le revenu de la Belgique, de même que son capital, ne s'accrut en pouvoir d'achat que très légèrement à la suite de la dévaluation. L'augmentation, peut-être moins forte que pour le capital, au moins au début, ne dépassa pas 2 %, ou 3 % si l'on remarque que le tableau précédent ne rend pas compte exactement de l'accroissement de revenus tirés d'activités exercées à l'étranger.

2° La répartition des revenus, comme celle du capital, fut profondément modifiée par l'opération monétaire. Les revenus professionnels progressèrent davantage que ceux de la fortune acquise. Ces derniers, malgré l'accroissement des dividendes (35 %), n'augmentèrent globalement que de 6,7 %, par suite de la stabilité des loyers et de la diminution du taux des emprunts. Leur pouvoir d'achat fléchit de 5,3 %. L'actionnaire fut favorisé. Le rentier et le propriétaire furent désavantagés. La dévaluation provoqua un nouveau déséquilibre, exactement inverse de celui causé par la déflation. Parmi les revenus professionnels, ceux tirés des exploitations industrielles ou commerciales bénéficièrent beau-

(1) Compte tenu des Sociétés de capitaux et des entreprises en nom personnel.

(2) Il est indubitable que, par suite de la dévaluation, les réserves des Sociétés se sont accrues. Il est difficile toutefois de donner des chiffres ou même de citer un ordre de grandeur. De plus, la majorité des réserves ont dû servir à des amortissements et ne peuvent être considérées comme des revenus libres.

coup plus de l'opération que ceux des professions libérales ou agricoles. Mais les salariés et les fonctionnaires furent vraiment lésés. Là encore, la dévaluation amena une évolution rigoureusement contraire à celle produite par la crise.

La dévaluation rétablit un équilibre compromis par la déflation, mais parce qu'elle portait en puissance un nouveau déséquilibre, le maintien de ses heureux effets dépendit de la sagesse, de la politique suivie par les Pouvoirs Publics.

S'effectuant par un prélèvement sur le travail ancien ou actuel, au détriment d'une certaine catégorie de capitalistes et des classes ouvrières, elle reconstitua le potentiel d'expansion du pays, en donnant, par l'extension des marges bénéficiaires, une prime à l'esprit d'entreprise. Sa principale caractéristique et sa plus heureuse conséquence, furent d'assurer le retour du profit. Elle fournit ainsi les possibilités techniques et psychologiques d'une expansion tant sur le marché intérieur que sur les marchés extérieurs et, par ses résultats, elle améliora, après un court délai, la situation même de ceux qu'elle avait paru un moment désavantager.

L'essor économique assura la détente financière, facilitée déjà par les effets immédiats de l'opération monétaire. Les banques recouvrèrent une liquidité satisfaisante. Le budget de l'Etat fut équilibré. La charge relative des dettes devint plus légère, leur valeur absolue diminua.

Bref, le bilan fut nettement favorable et, sans cependant partager toujours son optimisme, l'on comprend que le professeur Baudhuin ait pu soutenir que, « opération délicate, la dévaluation avait été parfaitement réussie ».

Avec le temps, les heureux résultats de la dépréciation monétaire se confirmèrent et se développèrent. Depuis mars 1936, cependant, l'économie belge plus perméable que toute autre aux facteurs internationaux, eut à supporter les graves conséquences des difficultés d'Extrême-Orient et de la nouvelle dépression mondiale. Le système monétaire et les marchés financiers du Royaume durent subir les répercussions de la dévaluation des monnaies des pays du bloc-or, des glissements successifs du franc français et des craintes suscitées en Europe par les événements politiques. L'industrie fut obligée de s'adapter à une évolution sociale rapide et de corriger ses conditions d'exploitation de réformes (1) impor-

(1) Fixation en juin 1936, d'un minimum de salaires, généralisation de la clause indiciaire dans les salaires, établissement de congés, augmentation des allocations diverses versées aux ouvriers, etc.

tantes. En dépit de ces épreuves, tous les indices témoignent, jusqu'au milieu de 1937, d'un progrès constant et, depuis lors, d'un fléchissement beaucoup moins accusé que dans la plupart des pays. Les assainissements et les équilibres assurés par la dévaluation se sont révélés durables. Malgré le récent recul, l'économie belge se stabilise dans son ensemble à un niveau nettement supérieur à celui atteint en 1934 et 1935.

La monnaie reste techniquement indiscutable. Attaquée à diverses reprises par la spéculation, un resserrement des crédits et, en mai 1938, une hausse modérée du taux de l'escompte (1) la défendirent aisément. Tant au comptant qu'à terme, le franc belge servit même à certains moments de monnaie refuge. En août 1938, le pourcentage de l'encaisse de la Banque Nationale aux engagements à vue dépassait 66 %. Les valeurs-or et devises étrangères de l'Institut d'Emission atteignaient près de 20 milliards pour une émission de billets de 21,2 milliards. Les avances sur fonds publics ne dépassaient pas 292 millions.

La situation des banques demeure tout à fait différente de celle de 1934 et ne reflète plus ces investissements imprudents qui furent une des causes immédiates de la dévaluation. Les dégagements qui ont suivi, après juillet 1937, l'afflux antérieur de capitaux, ont pu être aisément réalisés par prélèvement sur l'encaisse et les réserves placées à la Banque Nationale, par vente de fonds publics. Même en mai-juin 1938, au moment où la baisse du franc français provoqua une spéculation contre le belga et où s'effectuèrent les plus importants retraits, le recours au réescompte de la Banque Nationale fut relativement minime.

Le coefficient de liquidité obtenu en divisant l'ensemble du disponible et du réalisable aisément mobilisables, par le passif à court terme, dépasse encore, en août 1938, 75 %. L'aisance du marché monétaire, qui fut en 1936 et en 1937 exceptionnelle, reste satisfaisante. Le taux officiel d'escompte de la Banque Nationale demeure fixé à 3 %. Le taux « hors banque » s'établit à 1,50 %. L'Etat émet des Certificats de Trésorerie à trois mois à moins de 2,5 %, après avoir pu trouver prêteur à 0,50 % en 1937 et à moins de 1,70 % en avril 1938.

Par suite des embarras financiers de l'Etat et des répercussions sur le marché des obligations de la tenue des Fonds publics, les taux à long terme se sont cependant élevés assez sensiblement. Ils dépassaient en août 1938 : 4,5 % pour les rentes et 6 % pour

(1) De 2 % il fut porté à 4 % en mai, et ramené à 3 % en juin.

la plupart des titres industriels. Mais les difficultés budgétaires ne sauraient être tenues pour une conséquence, même lointaine, de la dévaluation.

Pendant les trois années qui suivirent l'opération monétaire, les recettes dépassèrent les dépenses (1) et l'accroissement du montant global du budget fut loin de suivre l'évolution du revenu national. Le rapport de ce dernier aux crédits ordinaires fléchit à près de 15 %. Le déséquilibre du budget de 1938, de l'ordre probable de 800 millions, provient essentiellement, malgré la dépression économique nouvelle, des dégrèvements (2) consentis depuis la dévaluation (environ 1 milliard). Il ne témoigne pas de dépenses dues à certaines adaptations nécessitées par la dépréciation de la monnaie; mais il traduit le développement des charges militaires et la création de nouveaux services sociaux. En provoquant la réduction, à concurrence de plusieurs centaines de millions, des arrérages de la dette et des frais de chômage, la dévaluation permit au contraire d'obtenir les nouveaux crédits sans surcharger trop lourdement l'économie. L'opération monétaire rendit également plus aisé le financement des budgets extraordinaires. Elle permit d'importantes conversions à 3 et 3,5 % d'emprunts 7 et 8 %, qui amenèrent, malgré une augmentation (3) d'ailleurs minime du capital de la dette, une sensible diminution des charges de celle-ci. La qualité interne de la dette put être améliorée; une notable partie des dettes extérieures (4) fut remplacée par des dettes intérieures; des dettes consolidées (5) se substituèrent à des dettes flottantes. Si depuis le début de 1938 (6),

(1)	Années	Recettes	Dépenses	Résultat final
	1935	10.020	9.947	+ 73
	1936	10.633	10.497	+ 136
	1937	11.150	11.050	+ 100
	1938	11.543	12.297	— 754

(2) Les « regrèvements » de 1938, sensiblement égaux aux dégrèvements antérieurs, sont trop récents pour faire sentir encore leur effet, mais ils permettront d'équilibrer le budget de 1939.

(3) Environ 6,3 %, de son montant en mars 1935.

(4) La proportion des dettes extérieures dans l'ensemble de la Dette de l'Etat Belge, est tombée de 23,4 % en décembre 1934, à 15,4 % en août 1937.

(5) La partie non consolidée de la Dette Publique a fléchi de 15 % en décembre 1934 à 10,8 % en août 1937.

(6) La démission du second ministère van Zeeland date de septembre 1937.

la situation des Finances publiques devint plus délicate, la dévaluation ne saurait à juste titre être rendue responsable de cette déprédation. Les difficultés nouvelles, d'ailleurs beaucoup moins graves que celles de 1934, n'en sont pas une conséquence même lointaine, à moins qu'on ne lui reproche, par l'importante amélioration qu'elle apporta, d'avoir suscité, après deux ans de rigueur, une politique de trop grande facilité.

L'opération monétaire ne peut non plus être accusée du fléchissement dont témoigne l'économie du Royaume depuis 1938. L'équilibre interne (1) des prix, le nivellement (2) des prix belges aux prix mondiaux restèrent assurés tant que la politique initiale fut suivie. La disparité des prix de gros et des prix de détail, celle des prix belges et des prix étrangers sont encore peu marquées. Quelques mesures de rigueur corrigeraient facilement les écarts.

Si l'activité industrielle a fortement décliné, l'indice général de la production dépasse encore, en juin 1938, le niveau de 1934 (3) de près de 4,5 %, après avoir atteint des chiffres records au cours de 1937. Les bénéfices réalisés (4) par l'Industrie marquent une augmentation considérable. Loin d'être la cause de la dépression récente, la dévaluation semble au contraire avoir retardé et affaibli, par ses facteurs propres d'essor, les répercussions de la crise mondiale.

(1) Années	Indice général des prix de gros %	Indice général des prix de détail %	Indice général du coût de la vie %	Indice des salaires %
Mars 1935 ..	464	621	163	91
Avril 1936 ..	574 + 26	677 + 9	182 + 12	95 + 4,5
Avril 1937 ..	696 + 50	719 + 16	192 + 18	106 + 16,5
Avril 1938 ..	640 + 38	751 + 20	200 + 20	116 + 27
Juillet 1938 ..	623 + 34	755 + 21	202 + 21	115 + 26

(2)

Disparité du pouvoir d'achat en termes du coût de la vie

	Belgique Etats-Unis	Belgique Grande-Bretagne	Belgique France
Mars 1935 ..	162	159	98
» 1936 ..	129	120	78
» 1937 ..	130	123	94
» 1938 ..	140	124	119
Juillet 1938 ..	141	124	137

(3) Indice général de la production

Juin 1934 ..	89
Juin 1935 ..	97
Juin 1936 ..	105
Juin 1937 ..	125
Juin 1938 ..	93

(4) Bénéfices de l'industrie belge

1934 ..	1.334 millions
1935 ..	1.655 »
1936 ..	3.047 »
1937 ..	4.821 »
x 1938 ..	3.134 »

(x : six premiers mois.)

L'opération monétaire ne pouvait éviter les difficultés nouvelles; puisque aussi bien son but limité n'était pas de créer la prospérité, mais de la permettre. Ses bienfaits essentiels, assainissement des marchés monétaire et financier, amélioration des Finances publiques et de l'équilibre des prix, adaptation de l'Economie belge aux conditions mondiales, demeurent acquis trois ans après son exécution. Ses risques paraissent avoir été, en définitive, plus immédiats que lointains. Après une période critique de quelques mois, les mises au point nécessaires se réalisèrent d'elles-mêmes et la réussite devint en quelque sorte automatique. Les tendances récentes de la conjoncture confirment seulement que l'efficacité de la dévaluation dépend de la prudence de la politique qui l'accompagne et se mesure à sa rigueur.

CHAPITRE VI

Les Leçons de la Dévaluation belge

Lorsque l'on écrira l'histoire de cette époque, on considérera vraisemblablement la dévaluation comme un événement assez secondaire de la vie économique de la Belgique ; l'intérêt que l'on y trouvera sera sans doute moins grand que celui que l'on prendra à découvrir l'œuvre de réorientation industrielle et agricole entreprise par M. van Zeeland, ou à étudier la réorganisation par M. de Man de la distribution du Crédit. La dévaluation a été un accident, une opération décisive si l'on veut, mais qui n'a, en aucune façon, changé la constitution du pays. Son importance économique est même peut-être dépassée par sa portée politique. En se séparant délibérément des pays du Bloc-or, la Belgique a en effet affirmé sa personnalité et s'est démontré à elle-même qu'elle pouvait se rendre indépendante de grandes puissances telles que la France. Devant la netteté de ses résultats, on s'étonnera sans doute des passions soulevées par l'opération monétaire. Sa réussite semblera naturelle et l'on ne comprendra plus les arguments de ses détracteurs. En donnant à la dévaluation belge sa place véritable, on montrera en elle l'instrument d'une amélioration économique indiscutable, mais non la substance d'une politique définitive.

★ ★

L'accident du Belga ne provint pas de « l'excès des dépenses publiques » (1) et ne fut pas « économique qu'en apparence » (2).

(1) Lucien ROMIER, *Figaro*, 6 avril 1935.

(2) CAILLAUX, Discours au Sénat français, 25 avril 1935.

Il se présenta essentiellement comme une adaptation des prix belges au mouvement des prix mondiaux. Si la cause immédiate de la dépréciation de la monnaie fut la mauvaise situation des banques, celle-ci n'était en effet que la conséquence d'une économie depuis longtemps en porte-à-faux. Les remèdes classiques auraient été vains. La hausse du taux de l'escompte s'avérait plus nuisible qu'utile dans un régime qui ne respectait plus les principes du Libéralisme. Bonne tout au plus pour remédier à des difficultés monétaires limitées, elle n'aurait apporté de solution ni au problème budgétaire, ni à la question des dettes ; elle n'aurait pu, en tout état de cause, permettre l'adaptation des prix intérieurs.

A l'imitation des pays anglo-saxons, les Pouvoirs Publics attachèrent plus d'importance au relèvement et à la stabilité des prix qu'à la stabilité de la monnaie. La dévaluation eut pour objet principal de concilier cette contradiction dont souffrait l'économie belge, essentiellement exportatrice : prix trop élevés en or et trop bas en francs.

Cette recherche délibérée par la dévaluation d'un nouvel équilibre des prix, constitue le caractère original de l'opération belge. Elle la distingue de la dévaluation anglaise involontaire, dont les seules analogies paraissent être la poursuite d'un strict équilibre des budgets publics et la réservation de la plus-value de l'encaisse-or de la Banque Nationale. La différenciant des politiques suivies par les « Dominions » et les Pays Scandinaves, dont l'objet limité fut de conserver pour les productions de leurs pays le marché britannique, elle l'éloigne nettement de l'expérience américaine, axée sur le problème des dettes intérieures privées et soucieuse de provoquer sans distinction la hausse la plus forte de tous les prix. Elle l'oppose enfin aux dévaluations déguisées ou non par des clearings, des pays de l'Europe Centrale, qui traduisirent surtout une fuite devant la monnaie et les dettes extérieures.

La dévaluation belge se rapproche de la tentative effectuée en Tchécoslovaquie pour conserver à ce pays la faculté d'exporter en parachevant une œuvre de déflation sévère par une dépréciation limitée de la monnaie. Mais cette expérience même ne s'intéressait qu'à la valeur extérieure des produits nationaux et ne s'essayait pas à rétablir le profit à l'intérieur du pays. Au contraire, l'opération monétaire fut considérée par le Gouvernement van Zeeland non seulement comme une nécessité immédiate pour reprendre la maîtrise du marché de l'argent, mais encore comme un moyen

d'achever l'adaptation de toute l'économie belge, incomplètement réalisée par la déflation, peut-être même retardée par des interventions arbitraires et contradictoires. Bien que comportant de ce chef une politique d'ensemble qu'elle facilitait d'ailleurs, l'expérience fut basée sur le déclenchement quasi-mécanique d'une série de phénomènes qui peuvent se résumer de la manière suivante :

1° Baisse immédiate de la valeur-or des prix belges, légèrement au-dessous du niveau des grands systèmes de prix internationaux.

2° Sur le fait accompli de la dévaluation, arrêt de la fuite des capitaux et rapatriements massifs.

3° Réaction inégale des prix intérieurs corrigeant automatiquement les disparités résultant de la baisse, mais assez modérée pour ne pas compromettre la parité retrouvée des prix belges et des prix mondiaux.

4° Les prix de revient étant, en hausse comme en baisse, plus rigides que les prix de vente, rétablissement des activités privées sur une base rémunératrice et reconstitution des profits.

5° En conséquence, diminution du chômage, revalorisation des actifs, **restauration du crédit privé.**

6° Amélioration des recettes budgétaires calculées sur les profits et les transactions. Restauration des Finances Publiques et du crédit de l'Etat, qui se trouve d'autre part allégé d'une partie au moins des charges du chômage et dispensé de ses interventions directes en faveur de l'économie privée.

7° Le rapatriement des capitaux, la reconstitution des profits privés et l'amélioration des finances publiques concourent à la baisse du taux de l'intérêt qui consolide définitivement la reprise et permet la conversion de la dette publique.

Il s'agissait, semble-t-il, par une intervention initiale, limitée mais décisive, de rendre peu à peu toutes les autres interventions inutiles et au besoin de supprimer celles qui auraient pu être trop artificielles ou trop onéreuses. Le programme était simple et logique. Le mérite du Gouvernement fut d'avoir facilité l'enchaînement naturel des événements par une politique appropriée, exempte de tout dogmatisme, très pratique, mais rigoureuse.

La dévaluation n'a pas ramené l'âge d'or, ce qu'aucun de ses partisans n'attendait. Malheureuse pour les rentiers, les propriétaires d'immeubles et les salariés, elle provoqua dans la plupart des secteurs actifs, un progrès qui peut, compte tenu des diverses incidences, être chiffré en moyenne à 20 %. Dans l'ensemble, elle enrichit

légèrement la Nation, mais surtout elle amena une nouvelle répartition des revenus, plus satisfaisante pour l'économie du pays. Par la réapparition des profits et le retour de la confiance, elle renversa complètement la tendance. Elle supprima un handicap défavorable. Techniquement et psychologiquement, elle mit la Belgique à même de profiter de tout essor de la conjoncture mondiale.

L'expérience a parlé. Dans certaines circonstances et selon certaines modalités, une dévaluation peut améliorer la situation d'un pays de façon indiscutable. La netteté des résultats rend l'exemple belge particulièrement intéressant pour les pays de structure analogue, en particulier pour certains Etats de l'Europe Occidentale qui, comme la Belgique, ont dû faire face aux dépenses d'une longue guerre et aux difficultés créées par l'évolution des pays neufs, et, dont la politique monétaire, comme la sienne, n'exerce pas d'influence sur les prix mondiaux.



Avant de tirer de l'exemple belge toute conclusion sur la nature et la portée de la dévaluation, il importe de faire deux réserves déjà indiquées à diverses reprises au cours de cette étude. La dévaluation profita en Belgique d'heureuses circonstances ; elle fut servie par une politique particulièrement habile.

Les bonnes chances rencontrées par l'expérience van Zeeland proviennent en partie de facteurs extérieurs au Royaume. Le conflit italo-abyssin favorisa la livraison aux belligérants de fournitures extraordinaires. La politique de parité monétaire élevée des pays du Bloc-or (1), principaux clients de la Belgique, permit à celle-ci d'accroître automatiquement le profit de ses exportations et détourna à son avantage certains trafics, certains courants touristiques. Limitrophe des plus importants de ces Etats, le Royaume bénéficia du ravitaillement des populations frontières et de l'émigration de nombreuses entreprises. Les difficultés financières du Bloc-or, en particulier de la France, les craintes suscitées par l'exemple même de sa propre politique monétaire le servirent. De nombreux capitaux étrangers vinrent se réfugier en Belgique et parfois y spéculer sur la baisse de leur propre devise. L'améliora-

(1) France, Hollande, Suisse ; l'Italie s'étant désolidarisée des autres pays à la suite de la guerre contre l'Ethiopie.

tion de la conjoncture mondiale rendit plus aisée l'adaptation des prix belges et, par confusion avec la hausse générale, leur laissa une certaine marge d'augmentation. En accentuant la reprise dans les pays agricoles et à clearings, elle rouvrit au Royaume des débouchés traditionnels. Sur le marché intérieur, elle défavorisa la concurrence étrangère et facilita le développement de certaines productions nationales ; elle permit de supprimer des protections coûteuses et contribua, pour une grande part, à l'essor de l'agriculture. Son incidence se manifesta particulièrement en octobre 1935. Après le « boom » du printemps, elle soutint l'économie belge encore défaillante jusqu'au moment où les effets durables de la dévaluation purent faire sentir leur influence.

Par ailleurs, la structure même du pays favorisa grandement la réussite de l'expérience. Dans cette Nation essentiellement composée de commerçants, où les fortunes constituées en majeure partie de fonds publics ou d'obligations sont peu nombreuses, où le nombre des fonctionnaires et des pensionnés est réduit, la dévaluation présenta moins d'inconvénients que dans d'autres Etats obligés de tenir compte, économiquement et politiquement, des titulaires de revenus fixes ; elle fut plus facilement admise et plus profitable. L'exiguïté du territoire, la concentration de l'industrie en permettant des contacts directs et fréquents entre Ministres et intéressés, assura d'ailleurs aux Pouvoirs Publics la collaboration de ceux-ci et facilita l'application des mesures décisives. Une forte organisation syndicale rendit possible la coopération au moins passive de la classe ouvrière que ses chefs, gagnés à la politique du Gouvernement, surent habilement convaincre de la suivre.

Quelques facteurs d'ordre divers contribuèrent également au succès de l'opération ; l'organisation de l'Exposition de Bruxelles, qui entretint l'activité pendant la période si délicate qui suivit le « boom » initial ; la coïncidence de l'époque de dévaluation avec la reprise saisonnière annuelle, qui facilita, particulièrement dans le bâtiment, la généralisation immédiate de l'essor ; la personne même de M. van Zeeland qui, par l'estime dont le favorisait le Roi, par sa qualité d'ancien vice-gouverneur de la Banque Nationale et de directeur de l'Institut des Sciences Economiques de Louvain, bénéficiait du prestige royal et conservait avec l'Institut d'Emission, certains milieux d'affaires et d'économistes, des relations d'amitié qui servirent utilement sa politique ; enfin la constitution d'un Gouvernement d'Union Nationale qui put, grâce à

la trêve des partis, travailler au Salut public, sans rencontrer d'opposition systématique.

Pour efficace qu'elle fut, la réunion de toutes ces heureuses circonstances reste toutefois insuffisante pour expliquer le brusque renversement de la conjoncture belge. Sans la dévaluation, elle fût demeurée presque sans effet comme en témoigne l'évolution contemporaine des pays de structure analogue. Certaines bonnes chances, réussite de l'Exposition, antagonisme profitable de la politique du bloc-or, sont d'ailleurs nées de l'opération monétaire elle-même. Il apparaît bien que celle-ci doit en fin de compte être créditée de l'amélioration survenue au cours de 1935 dans l'économie du Royaume, sous cette restriction, toutefois, que, sans certains facteurs extérieurs, les résultats eussent sans doute été moins déterminants.

Si l'expérience belge rencontra des circonstances favorables, le grand mérite du Gouvernement fut d'avoir su pleinement les utiliser et, par une *politique particulière* dont il indiqua le premier le dessin aussi nettement, d'avoir montré la possibilité et la nécessité d'accompagner l'opération monétaire d'une série de mesures susceptibles d'en renforcer la portée.

L'expérience a montré que par des moyens assez simples, les Pouvoirs Publics peuvent arrêter la spéculation à la baisse de la monnaie au moment opportun et rendre la dévaluation plus fructueuse en sauvegardant les avoirs-or ou devises de la Nation. Une fois le taux de dépréciation déterminé scientifiquement en fonction du niveau des prix, le Gouvernement paraît capable de pallier certains inconvénients de l'opération en rejetant, par exemple, une partie de ses charges sur l'étranger, soit qu'il menace dans leurs débouchés les pays qui ne voudraient pas laisser diminuer les prix des importations nécessaires, soit qu'il convertisse et rembourse au plus tôt les emprunts extérieurs. Il semble pouvoir atténuer certaines répercussions intérieures de la dévaluation en substituant à la clause-or la notion du pouvoir d'achat, en ajournant l'augmentation des salaires grâce au réembauchage des chômeurs, en réduisant au besoin d'autorité les taux d'intérêt. Une politique prudente évitera l'inflation sans tomber dans la déflation. L'utilisation judicieuse des plus-values de réévaluation, tout en permettant par la constitution de fonds de réserve spécialisés de parer aux à-coups éventuels, donnera la possibilité de

rythmer le développement économique. Par quelques mesures très simples, les Pouvoirs Publics non seulement élimineront les conséquences les plus néfastes de l'opération, mais parviendront encore à la diriger dans tous les domaines et, en la maîtrisant, à l'établir progressivement dans toutes ses conséquences.

Le programme comporte plusieurs étapes. Au début, on facilitera les rapatriements massifs de capitaux, grâce au maintien de l'étalon d'or et à l'apparence d'une politique ferme et constante, notamment en matière budgétaire. On laissera agir l'automatisme de l'opération, en ayant soin toutefois d'appliquer une sévère politique des prix dont psychologiquement et techniquement la pratique immédiate s'avère indispensable. En favorisant une déflation relative des prix de revient et une légère progression des prix de vente, on provoquera un déséquilibre progressif qui, par son développement naturel, favorisera l'essor ultérieur de l'économie. Par la suite, et, lorsque entre « la piqûre de morphine » initiale et les effets durables de l'opération, se manifestera une légère dépression, le Gouvernement interviendra davantage. Son action sera plus délicate. Il devra, par une inflation toujours limitée et contrôlée, encourager une économie défaillante et, au besoin, provoquer le maintien d'une activité déclinante par l'organisation d'une Exposition ou l'entreprise de grands travaux dispersés le plus possible. Il cherchera, par tous moyens, fût-ce d'autorité ou par une conversion forcée, à amener le fléchissement des taux d'intérêt à court et à long terme, et retardera les émissions de fonds publics, utilisant pour les nécessités de la Trésorerie les plus-values de réévaluation. Les Pouvoirs Publics devront, par leur politique, permettre au pays d'attendre que, après l'affermissement de la monnaie, l'équilibre du Budget, la consolidation du Crédit public, le retour des profits et la continuité de la reprise provoquent l'expansion définitive, et que l'initiative privée relève l'Etat de ses interventions. Le Gouvernement veillera dans cette dernière phase à éviter un emballement inconsidéré des affaires. Par des mesures plus ou moins déflationnistes, il modérera l'essor et profitera de la baisse naturelle de l'argent à long terme pour reconstituer, par des emprunts, les plus-values de réévaluation utilisées et les mettre en réserve afin de pallier tout accident ultérieur.

L'expérience belge montre qu'une telle politique de dévaluation est possible lorsqu'on en connaît les éléments et qu'on veut les appliquer. Les résistances qu'elle rencontre sont facilement sur-

montables. La précision des résultats est presque mathématique. Utile, cette politique d'accompagnement est indispensable.

Les effets de la réduction de l'étalon monétaire ne sont pas automatiques. La preuve en est que, répondant aux mêmes nécessités, conçues selon les mêmes principes originels, diverses dévaluations récentes ont atteint des résultats opposés. Certaines expériences ont été complètement annihilées par des mesures malheureuses, persistance du déséquilibre budgétaire, hausse voulue des prix et des salaires à un niveau trop élevé, inflation démesurée. D'autres ont été minimisées par un laisser faire trop absolu. Par elle-même, la dépréciation de la monnaie ne peut pas grand'chose. Moyen d'inflation lorsqu'elle ne sert qu'à augmenter le nombre de signes monétaires, mesure de déflation quand elle n'est utilisée que pour le bénéfice du Prince, elle aboutit à la diminution de la fortune réelle du pays. Au point de vue financier, elle peut faciliter la résorption d'un déficit en procurant au Trésor des ressources gratuites, mais elle élude les difficultés sans les résoudre, et, après un délai plus ou moins long, sa nécessité s'impose à nouveau. La dévaluation prend alors la forme d'une recette comptable renouvelable au grand détriment du crédit de l'Etat, de la valeur de la monnaie, des finances et de l'économie du Pays. Au point de vue économique, après un développement momentané des achats de métaux précieux et de biens de consommation, elle entraînerait, par l'insécurité des paiements et le resserrement des crédits, un ralentissement des échanges intérieurs, sans favoriser l'exportation. Le prix de la vie s'élèverait, la marge bénéficiaire des entreprises ne se reconstituerait pas et, le chômage croissant, des difficultés sociales nouvelles seraient à craindre.

Nécessaire, la dévaluation n'est pas suffisante. Elle ne produit pas naturellement les effets que l'on recherche pas son application. De même qu'à la suite des inflations d'après-guerre, aucune déflation n'a pu rendre aux devises dépréciées la valeur qu'elles avaient perdue, de même après une baisse profonde des prix, la dévaluation ne peut remettre les choses en état. Ce serait trop simple. Les séries économiques ne sont pas réversibles. La dévaluation n'entraîne nullement l'augmentation durable des prix ni même des profits. Tout au plus, doit-on admettre une certaine tendance à la hausse à travers la hausse des produits importés, à condition toutefois, comme en témoigne l'exemple des produits agricoles belges, que les prix intérieurs ne soient déjà pas artifi-

ciellement soutenus par des mesures de protection excessives. La charge relative des dettes n'est pas réduite automatiquement, ni l'écart entre les prix de gros et les prix de détail. Le développement des exportations n'est pas assuré, ni l'abaissement des taux d'intérêt. Sans doute, lorsque la dévaluation paraît inévitable, les capitaux fuient-ils cette menace et l'argent renchérit-il du fait même des mesures de défense qui sont prises. La dévaluation réalisée, il est évident que tous les détenteurs de capitaux rapatrient ceux-ci pour prendre leur bénéfice. Les taux ont alors tendance à se détendre, par suite de ce retour et de la prime d'assurance que comportaient les taux antérieurs. Ce n'est pas une loi, c'est un truisme. La dévaluation peut provoquer un abaissement momentané de l'intérêt à court terme, mais elle ne l'assure pas de façon définitive, non plus que le fléchissement du taux à long terme, qui n'intervient que par la suite, après la conduite d'une politique budgétaire et financière rigoureuse.

La dévaluation n'est pas nécessairement efficace par elle-même. Tout dépend de la façon dont elle est conduite. L'élimination de contradictions économiques, la baisse du loyer de l'argent, le raffermissement du crédit et la détente financière peuvent être obtenus grâce à son intervention, mais seulement si une politique particulière l'étaye. Dans les temps modernes, la dévaluation a besoin, pour réussir, de certaines conditions. Son but n'est plus seulement de profiter au Prince, mais à tous les intérêts qui composent la Nation. La complexité des transactions, l'importance des notions de crédit et de contrat, les relations de la monnaie et des métaux précieux, l'influence des classes sociales, obligent les gouvernements à intervenir dans les domaines les plus divers. La dévaluation de crise, type 1930-1936, diffère même de la dévaluation d'après-guerre. Plus seulement utilisée pour résorber et comptabiliser une inflation, elle doit aussi remédier au déséquilibre des prix et, tout en assurant la stabilité de la monnaie, garantir l'expansion de l'économie. Fruit de la réflexion et non plus simple réflexe, la dévaluation devient inséparable d'une politique propre, qu'elle permet et qui assure sa réussite.

Cette politique exige, au moins temporairement, de la part de certaines classes, des sacrifices assez importants; elle réclame des Pouvoirs publics une fermeté intransigeante. Pas plus que de guerre, il n'y a de dévaluation « fraîche et joyeuse ». C'est pourquoi les mesures qui l'accompagnent doivent rester modérées et

suffisamment souples pour s'adapter à toutes les circonstances. Impliquant une idée de contrainte, elles doivent correspondre davantage à une discipline nationale acceptée qu'à une force imposée. Le libéralisme de la politique belge fut d'ailleurs remarquable. Tout en prenant des mesures pour prévenir et réprimer la spéculation, tout en exerçant une pression indiscutable sur les commerçants et les industriels, le Gouvernement eut bien soin de laisser les prix s'ajuster librement. A l'illusion facile de la taxation, il préféra la réduction limitée mais effective de la protection douanière. Loin d'asservir le marché financier, il se hâta de rétablir, après une courte période de transition, l'entière liberté du mouvement des capitaux et du commerce des devises. Aucune tentative ne fut faite pour compenser, par une facile mais ruineuse démagogie fiscale, ce que l'opération pouvait avoir d'impopulaire auprès des masses. Un système de dégrèvements progressifs fut instauré et, le régime des impôts directs, spécialement adapté pour n'atteindre des bénéfices en capital provoqués par la dévaluation, que la partie excédant la plus-value nominale. Les dirigeants se gardèrent de demander à la dévaluation plus qu'elle ne pouvait donner. Ils ne recherchèrent ni « dumping » commercial, ni facilités financières, encore moins l'occasion d'expériences économiques ou sociales grandioses. Les mesures de réforme commerciale ou bancaire furent dictées par des nécessités économiques et, limitées à ces nécessités.

La leçon mérite d'être retenue. Ce n'est d'ailleurs pas le seul enseignement que l'on peut retirer de l'expérience belge. Celle-ci témoigna de l'obligation impérieuse d'agir vite et nettement, et de réduire au minimum la durée de la période pré-dévaluatrice pendant laquelle la situation s'aggrave sans nécessité. Même si, techniquement, la monnaie continue à pouvoir être défendue, lorsqu'apparaît l'inéluctabilité d'une dévaluation, la restriction des échanges et le refus du crédit étioient l'économie. La spéculation accroît le malaise et amoindrit progressivement les réserves d'or. L'élévation du taux de dépréciation devient nécessaire, ce qui présente des inconvénients certains. Pour toute réforme, il est un moment critique. L'expérience belge montre les inconvénients de le retarder; les difficultés s'accroissent sans profit et risquent de ne plus laisser aux Pouvoirs Publics la maîtrise des événements et la possibilité d'organiser, comme il convient, leur politique. Ce fut le mérite du Gouvernement van Zeeland de n'avoir jamais hésité.



De façon générale, la dévaluation belge permet la vérification des théories. Sans doute serait-il vain d'appliquer sans correction ses formules à d'autres pays placés, par leur structure particulière ou les événements, dans des conditions différentes; mais il serait également absurde — cette réserve nécessaire étant faite — de ne pas tirer des phénomènes observés en Belgique les conclusions qu'ils comportent.

Il faut tout d'abord constater le succès de l'opération. L'ajustement vers 1930-1936 des prix nationaux et des dettes privées et publiques était une nécessité absolue. Si l'on peut soutenir que ce résultat dut être atteint sans dévaluation, l'on ne saurait nier :

a) Que tant que l'équilibre n'est pas rétabli, et notamment si la déflation est « incomplète », il existe des impossibilités économiques qui rendent vaines toutes les mesures artificielles de reprise (grands travaux, distribution de crédit, hausse purement protectionniste, etc...). Qu'une fois l'équilibre rétabli, fût-ce par une dévaluation, il en résulte une amélioration décisive dans tous les domaines, grâce précisément à la suppression des difficultés antérieures. La formule « ni déflation, ni dévaluation » ne correspond à aucune réalité et s'avère tout au plus bonne à duper des électeurs naïfs dont le conservatisme ignorant ne peut qu'être dangereux.

b) Que l'adaptation indirecte par voie de dévaluation est possible. Loin d'entraîner le pays dans le « cycle infernal » d'une inflation, génératrice d'un nouveau déséquilibre, elle permet en Belgique le rétablissement rapide et durable d'une situation compromise.

c) Que le simple rétablissement de l'équilibre des prix, pourvu qu'il soit rapide et complet, se révèle, économiquement et financièrement, décisif. S'il n'apporte pas à toutes les difficultés des solutions miraculeuses, il élimine automatiquement les obstacles insurmontables qui s'élevaient antérieurement sur le chemin du redressement.

La confrontation des théories avec l'expérience belge fait bon marché de certains préjugés économiques, financiers ou sociaux des auteurs qui critiquent la dévaluation.

A. — PREJUGES ECONOMIQUES A L'EGARD DE LA DEVALUATION.

1° L'argument des prix

CONTRE LA DÉVALUATION. — *La dépréciation de la devise provoque à brève échéance la hausse automatique des prix qui s'élèvent au moins dans la proportion où la monnaie a été dépréciée.*

EN FAVEUR DE LA DÉVALUATION. — *La dépréciation monétaire d'après-crise, à la différence des inflations d'après-guerre, relève les prix de gros sans provoquer l'augmentation des prix de détail. Elle améliore donc profits et revenus sans être trop préjudiciable aux salariés et aux rentiers.*

Bien que l'expérience belge ait été entreprise au moment où les prix mondiaux tendaient à se raffermir, elle apporta à la thèse de « la hausse des prix au moins proportionnelle à la baisse de la monnaie » le démenti le plus complet. L'adaptation des prix nationaux aux prix extérieurs, l'équilibre des prix internes purent être réalisés de façon durable. Les pourcentages de hausse restèrent inférieurs au coefficient de dévaluation.

A l'heureuse incidence de la dévaluation, deux réserves toutefois doivent être faites :

a) Ces résultats ne sont obtenus que si les Pouvoirs Publics s'abstiennent de recréer, par un protectionnisme exagéré, ou par des mesures artificielles quelconques, les écarts de prix antérieurs. Bien au contraire, une politique vigilante s'impose, dont l'action principale est une atténuation modérée du protectionnisme en vigueur.

b) Les Pouvoirs Publics doivent tenir la main, et le public doit consentir, à ce qu'une partie du bénéfice antérieurement réalisé par les revenus fixes ou semi-rigides, du fait de la baisse exagérée des prix, soit abandonnée lors de la hausse modérée qui suit la dévaluation. Bien plus, les rentiers doivent accepter que l'accroissement de sécurité résultant de la restauration financière soit compensé par la suppression des hauts intérêts qui sont économiquement insupportables.

En somme, en période de dévaluation, les intérêts particuliers doivent être, autant et plus qu'en période de déflation, subordonnés à l'intérêt général du rétablissement économique et financier.

2° L'argument du commerce extérieur

CONTRE LA DÉVALUATION. — *Une dépréciation de la monnaie ne profite pas au commerce extérieur qu'elle défavorise plutôt. Les mesures de représailles prises par les pays étrangers font plus que compenser la prime de change résultant de la baisse de la monnaie.*

POUR LA DÉVALUATION. — *Les mesures éventuelles de représailles ne sont ni assez rapides, ni assez complètes, ni assez généralisées pour empêcher l'accroissement du volume des exportations. La dévaluation ralentit les importations et augmente les exportations.*

L'expérience belge n'a recherché ni obtenu aucun « dumping » de change.

a) La dévaluation n'a pas provoqué par elle-même un développement particulier des exportations. Elle a mis simplement la Belgique à même de profiter de l'accroissement des transactions internationales et, sans lui permettre de forcer les barrières protectionnistes, l'a rendue capable de vendre sur les marchés relativement libres.

b) Par contre, elle a rétabli la marge bénéficiaire des entreprises exportatrices. Loin de constituer un « dumping », elle a, ce faisant, permis de supprimer le système déplorable des ventes à perte sur les marchés étrangers. Ramenant de plus saines méthodes commerciales, elle n'a provoqué, grâce à quelques mesures de précaution élémentaires, aucune représaille.

c) Sur les importations, la dévaluation n'exerça pas une influence vraiment restrictive. L'incidence de l'accroissement de protection fut compensée par les sacrifices consentis par les fournisseurs et les répercussions de la progression de l'activité économique. Après quelques mois, traduisant le développement du marché intérieur, les importations augmentèrent même nettement, surtout celles de matières premières.

d) Le plus grand bénéfice de la dévaluation pour le commerce

extérieur consista dans le développement du transit et du tourisme, qui contrebalança largement l'accroissement du déficit de la balance commerciale et eut le grand mérite de s'appliquer aux industries les plus diverses, sans concerner seulement quelques productions privilégiées.

3° L'activité économique

CONTRE LA DÉVALUATION. — *La dévaluation agit à la façon d'une « piqûre de morphine ». Ses effets temporaires et déréglés provoquent, après quelques mois, des difficultés encore plus grandes. Ils entraînent pour la Nation une perte de substance.*

EN FAVEUR DE LA DÉVALUATION. — *Cette opération a pour conséquence une reprise immédiate et générale de l'activité économique qui se développe de façon progressive dans tous les domaines.*

L'expérience belge apporte une vérité intermédiaire entre ces deux thèses extrêmes. Le « boom » initial est indéniable. Il se produit ensuite une phase de dépression, mais où l'activité reste cependant supérieure à celle d'avant la dévaluation et, enfin, une reprise générale qui constitue la véritable amélioration. Il est certain qu'avant la troisième phase, existe une période critique où toute manœuvre malhabile risque de mettre en jeu les résultats définitifs de l'opération. Il faut savoir attendre. L'amélioration de l'économie dépend donc essentiellement de la conduite de la dévaluation et de la politique suivie. Mais il importe de retenir que la dévaluation l'amorce et la permet.

Le progrès se fait surtout sentir sur le marché intérieur. L'expérience belge rejoint ici l'expérience anglaise. Au début, la dévaluation met fin à la psychose de baisse ; par la suite, elle favorise les réapprovisionnements et l'écoulement des stocks. L'accroissement de la protection douanière, la réapparition des profits, la diminution du chômage prolongent l'activité initiale et la développent. La dépréciation de certaines fortunes est compensée par la plus-value des autres. La faible incidence de la hausse des importations n'empêche pas l'accroissement des profits. Si, dans certains cas, le bénéfice unitaire n'augmente pas, le volume des transactions se développe ; on fait un bénéfice moindre mais on vend davantage. Le développement du transit et du tourisme font plus que dédommager des pertes éventuelles provoquées par le renchérissement des importations.

La perte de substance dépend de l'évolution des prix, partant de la conduite de la dévaluation ; elle n'est pas inhérente à l'opération sauf en ce qui concerne les paiements de capitaux à l'étranger. Une politique adroite peut même dans ce cas, notamment par d'habiles conversions ou des remboursements anticipés, la réduire au minimum. Elle sera d'ailleurs diminuée des bénéfices spéculatifs réalisés sur la baisse de la devise nationale.

B. — PREJUGES FINANCIERS A L'EGARD DE LA DEVALUATION

1° L'argument du crédit

CONTRE LA DÉVALUATION. — *La dépréciation monétaire détruit le crédit public et privé et fait fuir les capitaux. La stabilité de la monnaie est indispensable à la baisse du taux de l'intérêt, condition essentielle de toute reprise.*

EN FAVEUR DE LA DÉVALUATION. — *La dévaluation entraîne automatiquement l'afflux des capitaux et partant la baisse du taux de l'intérêt.*

En fait, d'après l'exemple belge, la dévaluation paraît provoquer la crise de crédit ou accroître les difficultés existantes, avant sa réalisation, non après. Précédée de sorties considérables de capitaux, elle est forcément suivie de rentrées importantes. Mais ce mouvement qui témoigne d'un désir général d'échapper aux inconvénients de l'opération et peut n'être que temporaire, ne prouve pas l'utilité de celle-ci. Le reflux des capitaux fut d'ailleurs en Belgique grandement favorisé par les craintes suscitées par les monnaies des pays voisins.

La dévaluation n'a de valeur qu'en tant qu'elle rétablit l'équilibre de l'économie et diminue de ce fait les pressions exercées sur le marché de l'argent. Condition parfois nécessaire du rétablissement du crédit, elle ne suffit pas à provoquer le fléchissement des taux. Il faut encore que les capitalistes aient la certitude morale de la sécurité des investissements. Cette certitude ne leur est donnée que par une politique appropriée et l'heureux développement dans le temps de l'opération. Rien d'automatique par conséquent. Le Gouvernement peut être obligé de réduire d'auto-

rité les taux, par action, auprès de la Banque Nationale ou conversion obligatoire, avant qu'ils ne fléchissent naturellement. La baisse de l'intérêt à court terme peut précéder de longtemps celle de l'argent à long terme et, le Trésor, profiter avant les particuliers de l'amélioration des conditions de crédit.

2° L'argument des Finances publiques

CONTRE LA DÉVALUATION. — *De deux choses l'une. Ou les prix ne montent pas, et il n'y a aucun allègement de la dette et de la charge relative des dépenses. Ou les prix montent, et l'amélioration des recettes se trouve compensée par l'augmentation inévitable des dépenses. Dans les deux cas, il n'y a comme avantage réel que le bénéfice, vite dissipé, du boni de réévaluation de l'encaisse-or.*

EN FAVEUR DE LA DÉVALUATION. — *La dépréciation de la devise diminue le poids réel de la dette et du budget et, en majorant les recettes, permet d'atteindre un équilibre qui est vainement poursuivi en période de déflation.*

Le premier enseignement à tirer de la dévaluation belge, est que le maintien d'un équilibre budgétaire rigoureux est une nécessité absolue pour le succès d'une opération délicate, dont la réussite dépend toujours de la solidité du crédit public. Le second est que la dévaluation n'apporte aux questions budgétaires aucune solution miraculeuse.

Pour que les dépenses ne s'accroissent pas plus vite que les recettes, surtout si la dette extérieure est importante, il convient de ne pas accroître le montant des crédits et pour ce faire de réduire, dans bien des cas, leur volume. Une déflation préalable est à cet égard fort utile; elle facilite grandement une adaptation toujours douloureuse, malgré l'ambiance favorable que crée parfois la dévaluation.

L'équilibre budgétaire ne put être maintenu en Belgique, au lendemain de la dévaluation, que par une conversion forcée des rentes et le non-ajustement des traitements de fonctionnaires, bref par une nouvelle déflation. L'opération monétaire n'apporte pas de diminution directe ni immédiate des charges de la dette publique et des dépenses. Il faudrait pour cela une dépréciation

profonde, qui aurait des inconvénients économiques et sociaux beaucoup trop importants. L'amélioration des recettes n'est que progressive et s'échelonne suivant la nature de chaque impôt. Elle dépend davantage de l'accroissement des transactions que de la hausse des prix qui doit rester toujours modérée pour permettre celui-ci.

L'important est de passer sans accident une période transitoire de deux ou trois mois au plus. Par la suite, l'abaissement du taux de l'intérêt en autorisant les conversions, le développement des échanges et des profits, la cessation des interventions ruineuses, réalisent automatiquement l'équilibre du budget, procurent des plus-values et facilitent le relèvement de certains crédits. Il convient seulement de retarder les adaptations nécessaires jusqu'au moment où l'amélioration de l'économie les rend sans danger. Le réajustement des recettes doit précéder celui des dépenses. Là encore, les résultats de la dévaluation ne sont favorables que si une politique prudente étaye l'opération monétaire. Il est à remarquer toutefois que, si le taux des impôts ne s'élève pas, la charge du contribuable se trouve allégée dès le début et qu'une politique rigoureuse lui permet d'espérer par la suite d'importants dégrèvements.

3° La réévaluation de l'encaisse-or de l'Institut d'Emission

CONTRE LA DÉVALUATION. — *Diminuée par les évasions de capitaux antérieures à l'opération monétaire, la plus-value à attendre de la réévaluation de l'encaisse-or est insignifiante. Utilisée pour le budget, elle comble peut-être les déficits arriérés, mais elle n'assure ni complètement ni définitivement l'équilibre de celui-ci. Employée dans l'économie, elle apporte un soutien artificiel qui plus tard fait brusquement défaut. Dans les deux cas, génératrice d'inflation, elle pallie temporairement, lorsqu'elle le peut, les difficultés, pour les accroître par la suite.*

EN FAVEUR DE LA DÉVALUATION. — *La plus-value de l'encaisse-or est un bénéfice immédiatement libéré et palpable, dont l'utilisation permet le financement des budgets ordinaire et extraordinaire et qui peut servir soit à rembourser des dettes passées, soit à amorcer la reprise économique.*

L'expérience belge montre que, là encore, la vérité est intermédiaire. Si elle apporte une aide à la solution de certaines difficultés budgétaires ou économiques, la réévaluation de l'encaisse ne résout ni le problème budgétaire, ni le problème économique. Il est évident que les critiques faites à l'imprudente utilisation de la plus-value sont fondées. Son usage doit être rigoureusement déterminé. L'affectation qu'elle reçut en Belgique mérite à cet égard d'être citée en exemple.

L'utilisation immédiate de la plus-value fut limitée au remboursement de certaines dettes extérieures dont les arrérages, accrus par la dévaluation, auraient pu peser lourdement sur le budget. Quelques dizaines de millions furent transférés aux budgets ordinaire et extraordinaire. Un léger prélèvement fut effectué pour certains travaux destinés à faciliter le démarrage de l'économie. Ressource extraordinaire, son affectation fut essentiellement extraordinaire. On eut soin de ne l'engager ni complètement ni définitivement. Elle servit à financer certains fonds indépendants et temporaires : Fonds d'Egalisation des Changes, Fonds de Régularisation des Rentes, chargés d'établir le succès de l'opération. Employée momentanément pour passer sans à-coup la période difficile qui suivit le « boom » initial et libérer pendant ce temps l'Etat de tout souci d'emprunt, elle fut reconstituée au fur et à mesure des disponibilités du marché monétaire et de la suppression des fonds, puis mise en réserve pour pallier tout recul de la reprise. La manœuvre se fit en deux temps : d'abord mise en circulation, puis retrait; d'abord inflation, puis déflation. Ainsi conçue, l'utilisation de la plus-value se révéla particulièrement profitable; en facilitant l'essor de l'économie, le Gouvernement put — tout en effectuant des conversions massives — éviter la baisse des fonds publics et les dangers de l'inflation. Il se constitua un Trésor de crise pour l'éventualité d'une nouvelle dépression de la conjoncture.

C. — PREJUGES SOCIAUX A L'EGARD DE LA DEVALUATION.

CONTRE LA DÉVALUATION. — *La dépréciation de la monnaie aboutit à la spoliation de l'épargne, au bouleversement des contrats, à l'expropriation des créanciers, à la ruine des titulaires de revenus fixes; elle développe l'immoralité et nuit particulièrement aux classes moyennes et laborieuses.*

EN FAVEUR DE LA DÉVALUATION. — *L'injustice causée par la dépréciation de la monnaie corrige et compense l'injustice précédente de la déflation. Moins néfaste que celle-ci, elle redresse, au profit du meilleur équilibre de la Nation, certaines situations particulièrement compromises.*

Sous cette remarque essentielle qu'il convient de considérer les nouveaux revenus non en fonction du coefficient de dévaluation, mais dans l'augmentation de leur pouvoir d'achat par rapport à la hausse des prix, la dévaluation belge fait bon marché de la plupart des arguments soutenus par les anti-dévaluationnistes.

Tout d'abord, elle met les choses au point en ce qui concerne les salaires. « Coup dur » pour les ouvriers pris individuellement, puisque le salaire de chacun n'augmenta pas dans la proportion de l'index, la faiblesse relative des salaires réels et un certain nivellement des rémunérations ouvrières eurent, sinon pour corollaire, du moins pour accompagnement, une résorption importante du chômage, avec ses heureuses conséquences sur le budget de l'Etat et la moralité générale. Dans l'ensemble, il se produisit, à défaut d'augmentation, une meilleure répartition du pouvoir d'achat de la classe laborieuse, l'embauchage des chômeurs étant financé par les ouvriers en activité. Ces derniers d'ailleurs ne perdurent guère, au moins au début, l'atteinte portée à leurs intérêts matériels, compensée par le sentiment nouveau d'une stabilité des emplois. La dévaluation leur donna à eux-mêmes une assurance contre le chômage, au prix d'une légère diminution de leur salaire effectif.

En second lieu, l'expérience belge montra que le préjudice subi par les porteurs de rentes ne fut ni automatique, ni aussi important que d'aucuns le craignaient. L'amputation des revenus, même compte tenu de la conversion, fut en partie compensée par l'augmentation du capital. Au surplus, le préjudice véritable subi par l'épargnant est celui qui existe par rapport à la situation du moment où il place son avoir. En Belgique, par conséquent, il fallait, pour apprécier les pertes des rentiers, remonter à quelques années en arrière, alors que le coût de la vie était notablement plus élevé qu'au début de 1935, et ne pas considérer comme acquis l'enrichissement sans cause des mois de déflation. La hausse des prix restant modérée, la conséquence de la dévaluation fut seulement d'enlever une partie du bénéfice injustifié.

En contre-partie, d'ailleurs, les titulaires de revenus fixes gagnèrent en sécurité. Beaucoup, notamment les créanciers hypothécaires, purent récupérer des arrérages devenus incertains. Jouant un peu à la façon d'un concordat, l'opération monétaire diminua la valeur effective des créances, mais garantit leur recouvrement.

Si elle impose quelques sacrifices, dont l'importance varie suivant la structure des pays, la dévaluation n'est pas un vol (1). Au pire, c'est une répartition nouvelle des revenus de la nation au détriment des situations acquises et au profit des situations à venir. Son injustice est, à tout prendre, beaucoup moins immorale que celle de la déflation. Aussi bien, petits rentiers, fonctionnaires, salariés participent-ils, par le placement de leurs économies, de plus en plus à la vie active de la Nation et, dans la mesure où ils deviennent actionnaires, profitent-ils plus qu'ils ne pâtissent de l'opération.

Sans doute la dévaluation modifie-t-elle les contrats et favorise-t-elle la spéculation que n'empêche vraiment aucun contrôle. Mais les conséquences du « bouleversement » des contrats, beaucoup moins redoutables que l'on ne croit parfois, peuvent être facilement corrigées par quelques mesures opportunes. La spéculation, indéniable au moment de la baisse de la monnaie, n'est dangereuse que si elle devient une habitude. Son ampleur dépend de la durée de la période pré-dévaluatrice, qui peut être extrêmement réduite. Une politique ferme, en ne lui fournissant pas de bons risques, est capable d'en prévenir le retour. Au reste, la spéculation n'a pas que de mauvais effets. Jouant à la manière d'une assurance pour les détenteurs de capitaux, elle évite l'appauvrissement du pays et, de ses bénéfices, entretient l'essor initial. Les détracteurs de la dévaluation ne font pas assez attention à la spéculation sans risque que procure une déflation. Pour rester encore le privilège des professionnels, celle-ci n'en est que plus dangereuse et plus injuste.

L'immoralité que peut causer le gain de bénéfices faciles est certaine. Mais que dire de l'immoralité engendrée par la diminution constante des revenus ? Il est notoire que les tares sociales se développent davantage en période de baisse des prix qu'en temps de prospérité.

(1) Cf. pour l'exposé de la théorie qui fait de la dévaluation un vol, l'article de M. Pierre GAXOTTE, dans « *Je Suis Partout* » du 1^{er} juin 1935.

Replaçant à leur juste valeur des théories dont la logique trop simple ou trop passionnée ne tient pas toujours compte de tous les éléments d'une semblable opération, la dévaluation belge rend un grand service. Elle fournit à l'opinion publique, souvent mal informée, des éléments certains d'appréciation et permet de préciser les traits essentiels d'une dépréciation monétaire, qui ne présente ni tous les avantages ni tous les inconvénients qu'on veut bien parfois lui trouver.



A. — La dévaluation est un déséquilibre.

Contrairement aux dévaluations d'après-guerre, la dévaluation de crise, type belge, ne fut pas le couronnement d'une inflation, mais l'esquive et le correctif d'une déflation trop sévère et cependant insuffisante. Remède homéopathique de la déflation, elle provoque un déséquilibre par lequel on cherche à corriger un autre déséquilibre plus mauvais pour atteindre un équilibre définitif. L'effet désiré est une nouvelle répartition des revenus plutôt qu'un enrichissement. Celui-ci ne vient qu'après et par surcroît.

Mal pour un bien peut-être, la dévaluation en tant que cause de déséquilibre reste toujours un mal. Elle doit donc être rare. Des dépréciations monétaires trop fréquentes, obligeant à des adaptations incessantes et à un arbitraire forcé, dérégleraient le mécanisme des prix, éprouveraient l'économie par l'incertitude qu'elles mettraient dans les transactions et détruiraient tout crédit. Le résultat obtenu serait exactement contraire au but de l'opération qui demeure la recherche d'une stabilité définitive, par un essor normal et progressif.

La dépréciation de la monnaie doit également être mesurée. Trop forte, elle deviendrait incontrôlable et risquerait de provoquer un « boom » initial trop violent dont les effets seraient dangereux ; elle rendrait inévitables des adaptations de tous ordres dont l'absence est précisément une des plus heureuses conséquences d'une dévaluation bien conduite. Ses inconvénients dépasseraient alors ses avantages. L'opération serait vaine ou provoquerait une fièvre passagère, d'autant plus périlleuse qu'elle resterait sans lendemain. Cette nécessité d'une dépréciation aussi

faible que possible est, d'ailleurs, la raison pour laquelle on doit veiller à réduire au minimum la période pré-dévaluatrice. Toutes les mesures qui constituent la politique d'une dévaluation doivent s'inspirer de principes de modération et de souplesse. Il faut éviter des interventions trop brutales et laisser, par une action limitée mais décisive, le rétablissement s'effectuer sans heurts et la dévaluation opérer par elle-même.

B. — La dévaluation est une affaire nationale.

Dans la conception d'une dévaluation, les facteurs étrangers n'ont que peu de part, sauf pour les Etats dont les débouchés principaux sont constitués par des pays ayant déjà déprécié leur devise. Ils peuvent intervenir pour déterminer des questions importantes de taux ou de moment ; mais le principe de l'opération, même pour un pays essentiellement exportateur comme la Belgique, reste dominé par des considérations d'ordre intérieur. L'équilibre des prix internes, l'amélioration de la situation des Finances Privées ou Publiques, le bien-être de certaines classes de la Nation, sont les buts recherchés. L'ampleur de la dépréciation, ses modalités, sont conditionnées par la structure même du pays qui pourra, suivant les cas, faciliter l'opération ou la rendre impraticable. C'est sur le marché intérieur que se joue le succès de la dévaluation. Ses effets extérieurs s'avèrent d'ordre secondaire. Peu décisifs pour les exportations, ils contrarient parfois plus qu'ils ne servent la réussite de l'expérience. L'afflux des capitaux étrangers se superposant au rapatriement des capitaux nationaux peut, par exemple, devenir dans certains cas assez embarrassant.

Affaire essentiellement nationale, la dévaluation ne peut être pratiquée dans n'importe quel pays, n'importe quand et n'importe comment. A vouloir la réaliser suivant un schéma type, on risquerait les plus graves inconvénients. Elle ne se présente pas indistinctement, dans chaque Etat et à tout moment, avec les mêmes avantages et les mêmes inconvénients. Nécessaire et bien-faisante dans un cas, elle peut être inutile et nuisible dans l'autre. Sa réussite dépend en grande partie de la structure du pays, des bonnes chances qu'elle est amenée à rencontrer, de la politique qui l'accompagne. La politique d'un petit pays comme la Belgique, par exemple, ne peut être la même que celle d'un continent

comme les Etats-Unis ou d'un empire comme la Grande-Bretagne. Si les principes restent les mêmes, buts et moyens d'exécution peuvent et doivent varier. Il n'y a pas une, mais plusieurs dévaluations. Il y a celles qui recherchent un effet économique et celles qui se proposent surtout des buts financiers. Il y a celles qui, tenant compte des données propres au pays et des circonstances du moment, réussissent ; il y a celles qui, pour la raison contraire, échouent.

C. — La dévaluation n'est pas une panacée.

Au point de vue monétaire, l'exemple belge ne prouve pas grand'chose puisque la monnaie ne fut techniquement jamais en danger. L'on peut tout au plus soutenir que la dévaluation, en arrêtant la spéculation, permet de n'avoir plus à la défendre.

Au triple point de vue des Finances Publiques, du Crédit privé et de l'Economie, la dépréciation de la monnaie apparut comme une condition indispensable du rétablissement, mais par elle-même insuffisante à le procurer. Dans tous les domaines, des mesures particulières furent nécessaires pour tirer de la dévaluation les effets attendus. Laisseée à elle-même, celle-ci n'aurait fait au mieux qu'éluder artificiellement les difficultés et retarder, au grand dommage du pays, des solutions définitives. Sanction, elle aurait pu liquider d'anciennes erreurs, mais elle n'engageait pas l'avenir.

Bien conduite, la dévaluation élimine la partie strictement nationale des difficultés économiques et financières ; elle corrige le déséquilibre des prix, abaisse la charge relative des dettes, et par le retour de la confiance sur le fait accompli, provoque une « déthésaurisation » générale. En remédiant à la crise financière qui se superpose à la crise économique, elle facilite, par le moyen classique d'une réduction des taux d'intérêt, le développement des transactions et l'essor de la production. Mesure d'ensemble, elle n'est cependant ni un remède complet, ni un remède universel. Elle comble le handicap d'un pays déterminé et supprime certaines contradictions qui l'empêchent de profiter, comme il le pourrait normalement, des occasions offertes par une conjoncture générale favorable. Mais sa nature est bornée, son objet limité. Elle ne change pas la constitution d'un pays. Elle ne corrige

aucune des graves répercussions de la crise mondiale, car celles-ci sont d'une autre espèce. Tout au plus crée-t-elle, par l'amélioration qu'elle provoque, un « climat » favorable aux réformes profondes en rassemblant quelques conditions techniques et psychologiques de leur accomplissement. En Belgique, par exemple, elle a permis d'entreprendre certaines modifications importantes de structure dans la distribution du crédit ainsi que d'esquisser une orientation de l'agriculture et de l'industrie.

D. — La dévaluation n'est pas une solution de facilité.

Une dépréciation, utile, de la monnaie ne limite pas la déflation. Elle en change la nature et la fait porter dans de nouveaux domaines ; elle l'arrête pour certains, elle la commence pour d'autres. La dévaluation est une déflation pour les salariés et certains titulaires de revenus fixes, rentiers, propriétaires d'immeubles. Complément d'une politique de restrictions, elle accuse les effets de celle-ci et multiplie les résistances qu'elle rencontre. En supprimant les impossibilités qui la limitent, elle permet d'accroître sa rigueur. L'opposition peut devenir d'autant plus vive, qu'elle se généralise et que l'euphorie des premiers résultats semble permettre tous les relâchements.

Les effets d'une dévaluation se mesurent à la sévérité de la politique qui l'accompagne, et, la conduite de cette opération apparaît, pour le moins, aussi malaisée que celle de la déflation. Elle exige des Pouvoirs Publics une attention de tous les instants et un contrôle de tous les secteurs de l'économie. Les actions isolées et précipitées ne suffisent plus. Il faut, sous peine d'échouer, suivre sans se départir une ligne de conduite, rigide et souple tout à la fois. Les interventions, souvent de sens opposé, requièrent, tantôt pour accélérer la reprise, tantôt pour la freiner, une grande habileté. Le choix des moments opportuns est délicat. Le retour à un équilibre plus stable, par suppression de mesures artificielles ou onéreuses, ne peut se faire qu'avec une grande prudence. La politique à pratiquer est d'autant plus difficile que bien souvent, contrairement à la déflation qui au moins ne fait qu'aider une évolution naturelle, elle doit chercher, en agissant comme élément modérateur, à s'opposer à un développement logique et séduisant.

La tâche des Pouvoirs Publics est encore compliquée si, comme il convient, ils essayent d'utiliser l'opération monétaire comme point de départ et moyen pour réaliser les réformes profondes que réclame la structure économique ou financière du pays. Loin d'être une solution de facilité, la dévaluation, si l'on veut réaliser toute son efficacité, est le commencement des difficultés.

E. — La dévaluation apparaît comme un **hommage rendu aux principes du Libéralisme** ou plutôt aux grandes lois de l'économie : **nécessité du profit, utilité d'une monnaie reliée à l'or.**

L'expérience belge eut, pour fin essentielle, le rétablissement d'une marge bénéficiaire satisfaisante pour les entreprises nationales. Obtenue automatiquement pour les ventes à l'exportation et le transit, celle-ci dépendit sur le marché intérieur de l'évolution différente des prix de gros et des prix de détail. Par ses effets propres, la dévaluation enleva certains obstacles insurmontables au retour du profit. Mais la politique du Gouvernement, en encourageant l'inertie relative des prix de détail, contribua grandement au succès de l'opération. Elle sut lui fournir ses facteurs décisifs. S'attachant plus à l'extension des transactions qu'à l'augmentation du bénéfice unitaire, modérant la hausse naturelle des prix, elle rendit d'ailleurs les adaptations moins nécessaires ou les retarda.

Sans doute la dévaluation belge défavorisa-t-elle temporairement titulaires de revenus fixes et salariés qui trouvaient, au reste, certaines compensations dans une plus grande sécurité. Mais la majoration des revenus de l'industrie provoqua peu à peu un développement général de l'activité, la résorption du chômage et, sur le marché de l'argent, la réapparition de capitaux en quête de placement. En demandant à certaines classes de la Nation des sacrifices momentanés, les Pouvoirs Publics assurèrent le rétablissement d'un équilibre plus normal. En subordonnant leur action au relèvement des marges bénéficiaires, ils amenèrent, plus que par une politique facile et notamment par la distribution sur les plus-values de réévaluation d'un pouvoir d'achat artificiel, une amélioration définitive de la situation qui profita à ceux-là même qui avaient paru désavantagés.

Par l'essor automatique qu'il entraîna, par la suppression d'in-

terventions arbitraires et coûteuses qu'il permit, le retour du profit constitua la base du succès économique et financier de l'expérience qu'il différençia, par ses résultats effectifs et permanents, d'une simple inflation monétaire.

La dévaluation belge fut fondée sur le maintien de l'étalon d'or.

Sans doute, par sa réalisation même, cette opération peut-elle être considérée comme l'expression de la faillite du système classique. La crise, dont elle fut la conclusion, apporte un démenti catégorique à l'automatisme rigoureux de celui-ci et à la possibilité de contrôler les transferts de capitaux, le taux des changes et le niveau des prix par une manipulation du taux de l'escompte, inefficace et souvent inapplicable. Au reste, basé sur l'immuabilité de la valeur de l'or, le mécanisme classique exigeait certaines conditions, liberté des transactions internationales et libre manipulation des taux d'intérêt. L'apparition, après la guerre, de nouvelles circonstances, économiques, sociales et monétaires, la transformation de la technique du crédit, annihilèrent son efficacité quand elles n'empêchèrent pas son fonctionnement et purent le rendre parfois plus nuisible qu'utile. Fait pour remédier à des difficultés limitées, il ne fut pas capable de vaincre une très grave crise économique et financière d'une essence inhabituelle et dont les causes n'étaient pas que d'ordre monétaire.

Mais si, dans une conjoncture nouvelle, la dévaluation belge fait ressortir la vanité du système de l'étalon d'or, elle souligne pour la monnaie d'un pays, la nécessité de conserver une valeur fixe, universelle et de rester, dans ce dessein, attachée à une marchandise généralement appréciée, de cours stable. Le rattachement du franc belge à l'or plutôt qu'à la livre sterling eut des conséquences remarquables. Ecartant de la monnaie toute menace de manipulation ultérieure et donnant les plus grandes libertés de transfert, il provoqua la venue, sur le marché de l'argent, d'importants capitaux belges et étrangers qui facilitèrent les opérations de conversion, les investissements, et fournirent des disponibilités appréciables autant que nécessaires jusqu'au moment où les répercussions de l'amélioration économique purent se faire sentir. En ne sacrifiant pas à la mode des monnaies scientifiques plus ou moins dirigées, le Gouvernement s'assura un facteur de succès très important, que d'autres méthodes n'auraient pu, au mieux, lui procurer aussi nettement.

L'expérience a montré l'obligation de conserver l'étalon d'or, non plus sans doute comme moyen de régler l'économie d'un pays, mais comme gage de sécurité et moyen d'établir une commune mesure entre les différentes monnaies. L'essentiel n'est pas que la teneur en métal précieux d'une monnaie ne varie jamais, mais que cette monnaie reste toujours convertible en métal précieux. Un nouveau système est ainsi défini qui, nécessité psychologique, tient compte de la croyance universelle en la valeur de l'or. L'évolution de la théorie de l'étalon d'or ne marque pas la disparition de celui-ci. « Le rattachement à l'or des monnaies et la suprématie de l'or ne peuvent dans l'état actuel des choses être mis en doute » (1).

F. — L'effet essentiel de la dévaluation est de provoquer un **changement de « climat »**, dont l'influence sur l'économie du pays est décisive.

C'est un fait bien connu que la baisse entraîne la baisse et qu'à un long fléchissement des prix succède une grave dépression de l'économie. La dépréciation de la monnaie, par la hausse des prix qui la suit, agit exactement en sens inverse. La sage politique des Pouvoirs Publics, en gardant à cette hausse initiale son efficacité, confirme la tendance. Crainte d'abord, puis espoir, la dévaluation rend confiance. L'expérience belge témoigne de ce changement brusque et radical.

La confiance n'est pas d'ordre monétaire ni financier ; la dévaluation, en effet, fut une preuve de la faiblesse sinon de la monnaie, du moins de la structure des banques ; il eût été étrange que la croyance en la solidité de ces organismes s'affermît précisément au moment où ils firent faillite. La confiance n'est pas non plus d'ordre politique. En mars 1935, l'inquiétude politique était à son comble ; les partis étaient désorganisés, la plupart des grands dirigeants s'abstenaient de toute opinion ou émettaient leurs craintes. Sans doute, la confiance monétaire et la confiance politique ont-elles joué leur rôle, mais celui-ci ne s'est développé que bien après. Elles ont aidé au changement de « climat » ; elles ne l'ont pas déterminé. Ce qui se modifia brusquement, ce fut la

(1) Docteur SCHAGET, *Zeitschrift der Akademie für deutsches Recht*. Berlin, décembre 1937.

confiance commerciale, l'état psychologique de l'homme qui achète, qui place, qui investit. La réalisation d'une opération, ressentie confusément comme une nécessité fatale, put changer l'état des esprits mais seulement dans la mesure où elle amena une croyance générale au retour des profits.

La confiance, qui s'analyse en termes psychologiques, a donc à sa base des éléments techniques. La crainte d'acheter plus cher, l'espoir du gain, mettent fin à la thésaurisation, accélèrent le rythme des échanges, entraînent les investissements. Tout se passe un peu comme en période d'inflation, avec cette différence essentielle que le résultat final est une hausse non seulement nominale mais effective des revenus et que cette dernière prolonge et développe encore la confiance. Une politique heureuse peut d'ailleurs accroître celle-ci et hâter son retour lorsqu'après une longue crise, elle ne se manifeste pas immédiatement. Il convient que l'on perçoive la volonté très nette des Pouvoirs Publics de liquider une fois pour toutes le passé et de ne plus retomber dans les anciennes erreurs.

Les effets de la confiance sont inappréciables. Non seulement elle provoque naturellement une abondance de disponibilités que l'Etat ne pouvait assurer auparavant que par des artifices, mais elle garantit l'emploi des crédits qui précédemment restaient inutilisés. Elle modifie du tout au tout le sens de la conjoncture en faisant passer de la lassitude et du découragement à l'activité créatrice.



La confiance que donne la dévaluation montre combien cette opération diffère de la déflation. Formule séduisante à proposer aux foules, le dilemne « dévaluation ou déflation » ne se pose pas. Bien que présentant en apparence des ressemblances assez frappantes pour avoir pu abuser, on ne peut trouver, au fond, principes et méthodes plus opposés. L'une et l'autre ne peuvent dans les mêmes circonstances être employées indifféremment.

La dévaluation et la déflation créent un déséquilibre. Raison d'être de la dévaluation, celui-ci est un défaut de la déflation qui théoriquement devrait s'appliquer de même façon à tous les éléments de l'économie ; mais il n'existe pas moins. La baisse est nécessairement inégale : il y a des secteurs plus abrités dans les-

quels une inertie naturelle ou la protection de l'Etat défendent de la crise.

La dévaluation et la déflation présentent toutes deux un aspect économique et financier. Bien qu'elles puissent par incidence garantir la sécurité de la monnaie, elles ne sont ni l'une ni l'autre des opérations d'ordre essentiellement monétaire. La déflation n'a pas pour but essentiel de remédier à une situation monétaire compromise ; la dévaluation peut, comme en Belgique, être décidée pour des causes différentes. Les deux politiques n'ont pas pour dessein de maintenir une certaine parité des changes, mais de rechercher un équilibre convenable entre les prix internes ainsi qu'entre ceux-ci et les prix extérieurs. Ces systèmes ne sont pas non plus d'ordre budgétaire. Ils n'influent pas directement sur l'équilibre du budget que seule permet d'assurer une politique particulière, qui s'impose, autant en période de prospérité qu'au cours de la crise, autant à la suite d'une dévaluation que pendant une déflation. La déflation budgétaire n'est pas la déflation économique ; ces deux opérations ne se conditionnent pas forcément. Faire de la dévaluation et de la déflation une question de Finances Publiques, diminuerait singulièrement la portée des mesures qu'elles impliquent. Les deux méthodes engagent toute l'évolution économique, financière et sociale d'un pays ; leurs répercussions sont multiples et réciproques ; elles concernent aussi bien le crédit et la situation des banques que l'activité de la production, l'équilibre des prix et la condition respective des différentes classes de la société. Le problème qu'elles cherchent à résoudre n'est pas le problème du budget, mais celui des budgets.

La déflation comme la dévaluation n'est ni simple, ni inoffensive, ni morale. L'une comme l'autre exigent des interventions de la Puissance Publique dans tous les domaines et se heurtent à bien des résistances ; marquées souvent du même arbitraire, elles réclament la même rigueur. La dévaluation offre des difficultés peut-être différentes de celles de la déflation en ce sens qu'elles concernent davantage les principes d'une méthode que les mesures d'application, mais les deux procédés, ayant pour objet commun de substituer une certaine responsabilité collective aux obligations individuelles, présentent les mêmes inconvénients. Ils lèsent, de propos délibéré, une partie de la Nation au profit de l'intérêt général ; par le trouble qu'ils apportent, ils appellent chacun la spéculation et permettent aux plus habiles un enrichis-

sement facile. Les deux politiques se ressemblent à tel point que l'on a pu soutenir souvent avec raison que la dévaluation n'était elle-même qu'une déflation de forme particulière et que la condition de son efficacité était précisément d'agir comme une déflation automatique. Les analogies des deux méthodes sont donc fort grandes puisque la réussite de l'une exige que sa nature intime soit semblable à celle de la seconde.

Cependant les dissemblances des deux politiques sont fondamentales. Le sens du déséquilibre est différent. Dans la déflation, on cherche à remédier à une baisse inégale en adaptant les prix de détail aux prix de gros ; dans la dévaluation, au contraire, ce sont les prix de gros que l'on adapte aux prix de détail. Les aspects économiques, financiers et sociaux des deux procédés ne sont pas les mêmes. La déflation est surtout la recherche du fléchissement des prix internes au niveau des prix mondiaux. Bonne affaire pour les rentiers et les salariés, sous la réserve de l'accroissement du chômage, elle défavorise les entreprises dont la marge bénéficiaire diminue constamment. La dévaluation poursuit au contraire la hausse nominale des prix internes et réalise le nivellement par modification de la valeur-or de la monnaie. Tendant à accroître les marges bénéficiaires des entreprises, elle profite surtout aux industriels et aux capitalistes détenteurs d'action. La déflation apparaît comme une question de répartition ; la dévaluation, faisant dépendre l'amélioration de l'état social du développement de l'activité économique, semble au contraire un problème de production.

La déflation, perfectionnement et atteinte d'un équilibre, est plus statique ; la dévaluation, plus dynamique. Les deux méthodes ne constituent pas des solutions exemplaires. Bien que leur but définitif soit peut-être le même, elles présentent des effets si dissemblables, qu'elles ne peuvent être employées indifféremment. Le choix entre l'une ou l'autre varie nécessairement suivant les circonstances et suivant les pays.

Néanmoins, la similitude de leur nature fait souvent penser à les associer. Certains spécialistes financiers (1) voient dans la déflation et la dévaluation, le principe de deux impôts, l'un direct, l'autre indirect. Prélèvement forcé sur la richesse nationale, la déflation atteindrait certains revenus, la dévaluation, plus injustement répartie et plus facilement perçue, frapperait indistincte-

(1) En particulier M. Joseph CAILLAUX, ancien ministre des Finances français.

ment, à la manière d'une taxe à la circulation, toutes les classes de la société. Pour inexact qu'il soit, malgré son élégance, puisque précisément un grand nombre de titulaires de revenus loin d'en être atteints profitent de la déflation, le rapprochement permet de souligner la nécessité d'unir dans une même politique les deux méthodes. De même que pour un budget élevé doivent être utilisés à la fois l'impôt direct et l'impôt indirect, il paraît indispensable de recourir successivement ou concomitamment à la déflation et à la dévaluation lorsque les réajustements à effectuer sont très importants.

Associées l'une à l'autre, les deux opérations, en provoquant des déséquilibres de sens contraire, étendent en effet leur portée, corrigent mutuellement leurs inconvénients et deviennent plus supportables, si bien que leur conjonction peut sembler un moyen efficace d'adapter, par des sacrifices modérés et successifs, un pays à une nouvelle ère économique.

Une déflation insuffisante, en aggravant par des inégalités nouvelles le déséquilibre originel, entraîne d'ailleurs presque forcément une dévaluation, et, celle-ci permet parfois une déflation difficile, sans elle, à réaliser. Par la prospérité initiale qu'elle crée, la dépréciation de la monnaie écarte certaines impossibilités matérielles et psychologiques auxquelles se heurte la déflation ; elle amoindrit, par les compensations qu'elle offre, certains de ses inconvénients et fournit des conditions favorables à sa continuation. Elle la fait passer plus inaperçue et, mettant devant un fait accompli, rend plus aisés les ajustements nécessaires. Éliminant au moins en partie la crise financière qui se superpose à la crise économique, elle facilite la conversion des créances et la réduction générale des taux d'intérêt. La dévaluation agit souvent comme une technique qui viendrait au secours d'une politique pour permettre à celle-ci de se réaliser plus complètement et à moindre préjudice. Complément de la déflation, elle crée une activité factice qui la facilite et que celle-ci transforme en prospérité réelle et définitive.

La déflation, par elle-même, ne peut atteindre les buts qu'elle se propose. Son infériorité se manifeste dans son exécution et dans son principe. La déflation directe rencontre des résistances d'autant plus vives que la structure du pays est plus complexe. Sa réalisation est une question de taux, d'allure, qu'il est difficile de mener à bien par suite de la nécessité pour le Gouvernement d'intervenir en même temps dans les domaines les plus divers. La

déflation économique, la déflation monétaire et la déflation financière ne se conditionnent pas mutuellement. Aussi injuste et aussi arbitraire que la dévaluation, la déflation en présente les inconvénients sans en avoir les avantages.

Le principe de la méthode est lui-même contradictoire. Tentée pour réduire l'écart existant entre le niveau trop élevé des prix de détail et celui trop bas des prix de gros, l'opération a pour effet de l'accentuer ; elle accroît les difficultés de la crise, de la défaillance des intelligences et de la faiblesse des caractères. Même, lorsqu'avec le temps ou après une rupture générale des contrats, elle amène quelques résultats favorables, sa réussite reste à la merci d'une nouvelle baisse des prix mondiaux. A mesure que l'économie se complique, son pouvoir de relèvement s'amointrit. Remède à la crise économique si la situation financière reste excellente, sa conjonction avec une crise financière amène des difficultés inextricables. Au fur et à mesure qu'elle se poursuit, la déflation appelle alors la déflation ; l'activité générale risque de diminuer, la crise, de se développer.

Le grand inconvénient de la déflation est d'ordre psychologique, comme précisément le grand bénéfice de la dévaluation. En apportant la plupart des avantages recherchés par la première méthode, la dépréciation de la monnaie, par son automatisme, entraîne peut-être moins d'arbitraire. Elle est mieux supportée et mieux acceptée par suite de la forme de plus en plus capitaliste des fortunes. Passible de compensations, lors même qu'elle n'accroîtrait pas le pouvoir d'achat du pays, elle donne à la population la volonté d'acheter et développe peu à peu, par l'accroissement des marges bénéficiaires, une certaine tendance à l'expansion.

Entre la déflation et la dévaluation, il y a plus que la différence qui sépare l'impôt direct de l'impôt indirect. Les deux opérations sont trop distinctes pour que, malgré la ressemblance de certains de leurs effets ou de leurs manifestations, elles puissent être considérées comme l'expression de principes identiques et la source de résultats équivalents. Complément parfois nécessaire l'une de l'autre, elles ne sauraient se confondre. Bonne tout au plus pour de petits ajustements, la déflation ne peut sans la dévaluation remédier à certains déséquilibres économiques particulièrement graves. Il n'y a pas de choix entre deux politiques ; il y a une politique et une technique.



Les faits prouvent d'ailleurs l'inexactitude du dilemme « déflation ou dévaluation ».

Il est étonnant que, souvent après une déflation sévère, la plupart des pays aient été obligés, en même temps que la Belgique, de déprécier leur monnaie. La généralisation de l'opération et la coïncidence des taux de réduction sont trop frappants pour que les différentes dévaluations ne correspondissent pas à un besoin essentiel et commun.

Dévaluations des principales monnaies depuis 1929

Brésil	71 %	Etats-Unis	41 %	Portugal	39 %
Japon	66 %	Angleterre (bloc sterling)	40 %	Siam	39 %
Argentine ...	63 %	Indes Anglaises	40 %	Italie	39 %
France	58 %	Afrique du Sud	40 %	Suisse	30 %
Australie	52 %	Canada	39 %	Belgique	28 %
Danemark ...	51 %	Estonie	39 %	Hollande	18 %
Norvège	45 %	Perse	39 %	Luxembourg .	10 %
Suède	44 %				

Tous les pays, même ceux qui y répugnaient le plus, ont dû réduire la valeur de leur monnaie. Dans ce phénomène remarquable il y a plus que l'expression de la loi du moindre effort, l'influence de nouvelles théories ou la contagion de l'exemple anglais. Les causes immédiates et les modalités de réalisation sont trop diverses pour l'attribuer à une série d'imitations. Pour parler d'accident, le fait est trop universel ; il correspond trop au sentiment général d'une opinion qui perçoit sa nécessité, malgré tous les arguments que certains bons esprits lui présentent.

La question se pose donc de savoir si la dévaluation loin d'être un événement fortuit, n'est pas au contraire une fatalité. L'histoire semblerait le démontrer. Déjà Plutarque conte que Solon proposa aux Athéniens une dévaluation du drachme et, au cours des siècles, toutes les monnaies connurent des dépréciations successives, parfois fréquentes et importantes. Dans la « Numismatique de la Principauté de Liège », le baron Chestret de Haneffe relate quelques-unes des diminutions de poids ou de titre des monnaies belges. En France, les dévaluations se succédèrent très rapidement pendant les temps modernes (1). Charles IV le Bel en

(1) *Manuel de la Numismatique Française*, par MM. BLANCHET et DIEUDONNÉ. Paris, A. Picard et Fils, 1912.

fit deux lors de son règne éphémère (1322-1327). Jean le Bon de 1351 à 1361 en édicta quarante. Charles VI en promulga 19 de 1452 à 1456. Le tableau suivant reprend d'ailleurs le détail des variations les plus récentes du prix du gramme d'or, qui passa de 0 fr. 31 en 1351 à 3 fr. 48 en 1794 pour atteindre actuellement plus de 40 francs.

Années	Règnes	Prix en francs du gramme d'or	Années	Règnes	Prix en francs du gramme d'or
1507	Louis XII	0,57	1693	Louis XIV	2,26
1519	François 1 ^{er}	0,61	1704	"	2,42
1541	"	0,68	1709	"	2,67
1550	Henri II	0,71	1718	Louis XV	4,01
1561	Charles IX	0,77	1720	"	6,01
1573	"	0,83	1723	"	4,51
1575	Henri III	0,92	1726	"	2,67
1602	Henri IV	1,00	1740	"	3,20
1640	Louis XIII	1,61	1785	Louis XVI	3,46
1665	Louis XIV	1,78	1794	Convention	3,48
1660	"	1,81	1928	III ^e République	17,40
1669	"	1,78	1936	"	24,25
1687	"	1,81	1938	"	40,50
1689	"	2,02			

Ainsi, sauf au XIX^e Siècle, il y eut de tout temps des dévaluations ; mais jadis on les effectuait sans le savoir, un peu à la manière dont M. Jourdain faisait de la prose. La théorie du procédé, toute instinctive, n'était pas encore définie. L'opération habituelle et peu marquante, ne présentait pas encore ce caractère de gravité que lui confère l'ampleur des dépréciations récentes, la complexité actuelle de l'économie et l'intérêt de l'opinion publique.

De nombreuses doctrines s'attachent désormais à écarter l'apparence d'empirisme de la dévaluation, à analyser sa nature obligatoire et à préciser sa valeur économique.

Les théories valoristiques exposées par M. Michelet (1) fournissent du phénomène une explication ingénieuse, et, par des formules mathématiques, donnent une autorité de lois à certains faits d'expérience (2).

(1) *Principes de Valoristie*. Vromant et Cie, Bruxelles, 1936.

(2) 1^o Partant de la *valeur*, la théorie définit d'abord son unité naturelle, la *valorie*, qui est la production de l'homme moyen pendant l'unité de temps, le jour par exemple. Toute marchandise a un indice valorique V qui est à une constante près, le nombre de journées de travail d'homme moyen qu'a nécessitées pour sa production l'unité de quantité de la marchandise considérée. L'indice valorique varie avec le temps ; il diminue constamment par la force de l'intelligence humaine et sa valeur

à un moment t peut s'exprimer par la formule : $V_t = \frac{V}{(1 + D)^t}$ D étant le coeffi-

L'impossibilité d'une stabilisation monétaire définitive paraît aux Valoristes, découler de la coexistence pour une même monnaie de plusieurs valeurs : la valeur salariale, la valeur intrinsèque, la valeur de change légal.

cient de dévalorisation technique ; D peut se calculer. Il est par an, en moyenne, de 5 % pour la Belgique.

2° A un moment donné, l'unité monétaire M d'un pays vaut un certain nombre de valories, m. m est le coefficient ou l'indice monétal $M = km(V)$.

3° Le salaire qui peut être exprimé par son indice s, varie avec le temps. Mais l'indice salarial contrairement à l'indice valorique tend toujours à augmenter. Il peut être exprimé sous la forme $s_t = s_0(1 + P)^t$. P représente la poussée salariale.

4° Par définition s est le nombre de journées de travail exprimées en monnaies $s = \frac{V}{M}$. Comme d'autre part $m = \frac{M}{V}$, il vient $m = \frac{1}{s}$. L'indice monétal varie en sens inverse de l'indice salarial. Il décroît constamment et la valeur de toute

unité monétaire va forcément en diminuant. $m_t = \frac{m_0}{(1 + P)^t}$

5° En ne parlant que d'indices, donc en négligeant les constantes, on peut dire que la production de l'unité de quantité d'une marchandise a nécessité un nombre de journées-étalon, égal à son indice valorique v. Chaque journée-étalon étant payée d'un salaire égal à l'indice salarial, le prix d'une marchandise est défini à une constante près par l'équation $P = vs \pm a$, a étant une variable négligeable en première approximation et qui dépend de phénomènes secondaires, tels par exemple que la loi de l'offre et de la demande.

Les prix dépendent à la fois de l'indice valorique propre à la marchandise et de l'indice salarial général du pays. Pour de longues périodes, l'influence de celui-ci est nettement supérieure ; les prix augmentent constamment.

6° Toute monnaie a plusieurs valeurs :

- a) une valeur salariale représentée par son pouvoir de paiement de salaires ou d'achat de marchandises ;
- b) une valeur intrinsèque correspondant par exemple à la valeur du métal dont elle est fabriquée ;
- c) une valeur de change légal, exprimant par exemple la quantité d'or que l'on peut obtenir par son échange légal.

Les monnaies réelles, constituées dans la marchandise-étalon, par exemple en or, dans les systèmes d'étalon-or, n'ont que deux valeurs, la valeur salariale et la valeur intrinsèque.

Les monnaies conventionnelles, billets de banque par exemple, ont une valeur intrinsèque négligeable.

7° La valeur salariale d'une monnaie à un instant donné peut être représentée sous la forme $V_1^t = \frac{V_1^0}{(1 + P)^t}$

Sa valeur intrinsèque devient $V_2^t = \frac{V_2^0}{(1 + D)^t}$. Si $V_1^0 = V_2^0$ le rapport des deux valeurs s'exprime par l'équation $\frac{V_2^t}{V_1^t} = \left(\frac{1 + P}{1 + D} \right)^t$ ou en unités monétaires

$$V_2^t = E \left(\frac{1 + P}{1 + D} \right)^t$$

E = une constante.

Ce rapport, dépendant des variations des coefficients P et D, ne reste pas fixe.

La valeur commerciale de la monnaie qui peut à un instant donné égaler sa valeur salariale, tend avec le temps à s'en éloigner de plus en plus et généralement à croître sans cesse.

La valeur salariale diminue rapidement et fortement suivant l'inverse de la poussée salariale. Si par exemple en l'an 1200 le salaire journalier d'un faucheur est un sou d'argent (1) et que ce sou soit, en négligeant les frais de frappe, ce que le fabricant du métal demande pour faire la pièce d'argent qui vaut un sou, deux siècles plus tard, d'augmentation en augmentation, les faucheurs parviennent à se faire payer leur journée deux sous; les salaires des faucheurs doublent, mais également ceux des producteurs d'argent, les salaires de tous les ouvriers étant sensiblement réglés par le même indice salarial. Chaque sou d'argent que le fabricant livre coûte alors deux sous et il devient impossible de fabriquer encore de la monnaie si chaque sou en coûte deux aux Pouvoirs Monnayants, ...à moins que de l'argent contenu dans l'ancien sou, on ne fasse au moins deux sous. Ce seront donc de nouveaux sous que l'on devra utiliser, moins lourds que les anciens. Il n'y a pas d'autre moyen d'en sortir. Aussi, le sou de XV^e siècle pèsera-t-il environ deux fois moins que celui du XIII^e siècle. Au XVII^e siècle, il faudra tellement réduire le poids de cette pièce qu'on y renoncera et que Louis XIV inaugurerà les sous de cuivre. L'indice monétal diminue au fur et à mesure que l'indice salarial augmente et l'ascension de ce dernier, par suite de la poussée salariale, est éternelle.

La poussée salariale empêche de maintenir l'égalité des valeurs réalisées à la création des signes monétaires. La valeur intrinsèque ou de change légal décroît moins rapidement que la valeur salariale et arrive à dépasser celle-ci. L'égalité constante des deux valeurs n'est plus respectée, des troubles se produisent et les pouvoirs monnayants doivent retirer les signes monétaires de la circulation, s'ils ne veulent pas que le public prenne à son compte le bénéfice de l'opération en fondant lui-même les pièces ou en les échangeant ainsi que les billets, contre le métal-étalon, pour se procurer par une habile spéculation une plus grande quantité de monnaie salariale.

Pour maintenir la constance du rapport, les Pouvoirs Monnayants disposent de plusieurs moyens. Ils peuvent augmenter la valeur salariale. C'est ainsi que le denier romain valut 10, puis 16, puis 20 unités et que le louis d'or de 6 grammes passa du règne de Louis XIV à celui de Louis XVI d'une valeur de 10 livres à une

(1) D'AVENEL, *Les enseignements de l'histoire des prix*.

valeur de 20 livres. Mais le procédé est difficile. Il est plus aisé de diminuer la valeur intrinsèque de la monnaie. Les Pouvoirs Monnayants affaiblissent son poids, son titre ou emploient à sa fabrication un métal moins précieux. En 1299, la Livre sterling, par exemple, pesait 15 gr. d'or ; en 1400 : 12,6 gr. ; en 1543 : 5,8 gr. ; en 1601 : 5 gr. et en 1930 seulement 1 gramme (1). En 1360, le franc pesait 4 gr. et était d'or fin ; en 1575 il devient d'argent et pèse 14,6 gr. ; son poids n'est plus que de 4,5 gr. en 1795 et de 1 gr. en 1928. Actuellement il pèse de nouveau 5 gr. mais il est de nickel en Belgique, de cuivre en France. D'or, la pièce devient d'argent, puis de nickel, de cuivre ou de laiton et finit par disparaître ; lorsqu'elle reste invariable, sa valeur nominale augmente mais le résultat est identique. Une unité monétaire nouvelle, multiple de la précédente, remplace celle-ci ; l'as devient denier, le denier devient sou et le sou devient franc, l'augmentation de valeur salariale pouvant d'ailleurs se conjuguer avec une réduction de valeur intrinsèque.

L'évolution se poursuit et les mesures prises par les Pouvoirs Monnayants n'entravent pas son cours. La vanité de la recherche pour une longue durée de l'égalité de la valeur salariale et de la valeur intrinsèque, ou plus exactement de la valeur de change métallique d'une monnaie, apparaît dans les augmentations successives de la valeur nominale des monnaies réelles sous la Royauté Française. Les souverains ne cherchaient pas un but fiscal puisque le montant des impôts n'était pas fixé en monnaie réelle, louis ou écus, mais en livres et que l'intérêt évident de l'Etat était précisément le contraire, de diminuer le nombre de livres représenté par chaque écu. Mais par suite de l'élévation des salaires qui affectait aussi bien l'industrie de l'or et de l'argent que celle de toute autre matière, les souverains devaient, pour garder et acquérir les métaux précieux, donner continuellement à la monnaie une valeur légale plus en correspondance avec sa valeur commerciale. La nécessité de conserver à la valeur salariale et à la valeur intrinsèque ou de change légal d'une monnaie un rapport constant paraît ainsi exiger des dévaluations successives qui, compensant à la fois les variations de l'une et de l'autre, permettent d'accroître le nombre de signes monétaires en circulation et réduisent la valeur intrinsèque de chacun.

(1) D'après les données de GUYOT et RAFFALOVITCH. *Dictionnaire du Commerce, de l'Industrie et de la Banque.*

La monnaie-or ou convertible en or n'échappe pas à cette loi. Au contraire elle y est particulièrement sensible. L'or est une marchandise et son prix s'exprime comme celui de toutes les marchandises par la formule $p = vs$. Il suit l'évolution fatale, v varie peu comme le calcul le prouve et l'expérience le montre. Depuis des siècles les méthodes de production ont atteint pour ce métal précieux et toujours vendable, un grand perfectionnement, les progrès de la technique sont appliqués en premier lieu à son extraction, s au contraire croît sensiblement. Stable à l'origine, puisque les ouvriers des mines étaient esclaves ou forçats, l'évolution récente précipite son ascension. Le prix commercial de l'or tend constamment à augmenter. Des combinaisons particulières de v et de s ainsi que certains facteurs accessoires peuvent pour une courte période modifier l'évolution, mais celle-ci à longue échéance reste toujours de même sens.

Le cours légal de l'or restant fixe, un écart grandissant sépare progressivement la valeur salariale de la valeur commerciale du métal (1). Avec le temps il devient suffisamment important pour que le public remarque son intérêt à vendre au poids ou après conversion de change métallique, les signes monétaires qu'il possède, ce qui amène nécessairement le retrait des pièces d'or et des troubles fort graves.

Pour remédier à cet inconvénient, les Pouvoirs Monnayants peuvent déclarer alors que chaque signe monétaire vaut désormais $1 + a$ unités. Mais dans la société moderne, il ne peut être question d'employer un semblable procédé ; les salariés n'accepteraient pas de recevoir pour 150 francs des billets de 100 francs. Aussi les autorités monétaires changeront-elles plus volontiers la valeur métallique du billet de 100 francs qui, s'établissant à g_1 gramme d'or, n'en vaudra plus que $g_2 = g_1 : k$.

La liaison de la monnaie avec l'or n'a donc aucun pouvoir stabilisateur sur la valeur de la monnaie ; c'est au contraire cette liaison qui oblige les Pouvoirs Monnayants à modifier périodiquement le change métallique de la monnaie.

L'erreur de la Convention fut précisément de décider que les nouvelles monnaies qu'elle créait, basées sur l'or, resteraient invariables. Elle imposait de ce chef à l'Institut d'Emission un contrat

(1) Il n'est d'ailleurs pas forcé qu'il en soit toujours ainsi pour toutes les monnaies ; pour l'argent, par exemple, D étant très élevé, la valeur commerciale de la monnaie tendra à s'établir nettement au-dessous de la valeur légale.

inexécutable. La Banque devait acheter et vendre de l'or à un prix constant, alors que la valeur commerciale du métal varie et que, venant à dépasser le cours légal, elle incite le public à acquérir au cours fixé, de l'or qu'il revend au prix commercial. L'affaire est désastreuse pour l'Institut d'Emission qui doit rendre toutes ses réserves d'or et même davantage, la valeur des billets en circulation dépassant celle du stock d'or. Pour éviter une telle éventualité, les Instituts d'Emission recourent généralement à certains expédients. Ils demandent des prêts aux Banques étrangères, ils élèvent le taux de l'escompte et n'autorisent l'échange des billets qu'à partir d'une somme considérable ; enfin, ils sollicitent de l'Etat la création de jetons monétaires sans liaison avec l'or. Cependant, devant le peu d'efficacité de leurs efforts, ils sont obligés le plus souvent de suspendre la convertibilité de leurs billets. Les sorties d'or s'arrêtent. Mais la confiance en la solidité des banques centrales est ébranlée, et, par un second phénomène, d'ordre psychologique cette fois, de nouveaux remboursements sont exigés par les créanciers. Le public incline à croire que les billets ne valent plus rien : c'est la panique. Pour éviter cette conclusion, les Instituts d'Emission, après s'être attaqués aux effets de la maladie, c'est-à-dire aux sorties d'or, s'en prennent à la cause même du mal, c'est-à-dire à la différence entre le cours légal et le cours commercial de l'or. Le cours légal de l'or est modifié de façon à équivaloir ou à dépasser le cours commercial. La crise monétaire est terminée. La dévaluation, réalisée.

Dans un régime de standard or, les dépréciations monétaires apparaissent donc comme des opérations inéluctables et périodiques. Le cours légal devra être modifié de façon continuelle. Les signes monétaires devront à leur tour être retirés de la circulation et remplacés par des pièces moins lourdes ou sur métal moins précieux. La constance de la valeur-or d'une monnaie, la stabilité monétaire, semble une impossibilité scientifique, au même titre que la permanence de la constitution matérielle d'un signe monétaire.

Pour remarquable qu'elle soit, la stabilité des monnaies au XIX^e siècle dans les pays de l'Europe Occidentale n'infirme pas cette théorie, et s'explique aisément par la réunion de causes accidentelles. Au début du siècle, le prix légal de l'or fut fixé légèrement en dessous du prix commercial, augmentant ainsi la marge d'adaptation. Pendant longtemps, la poussée salariale ne progressa que

faiblement, l'indice passant de 36 en 1805 à 46 en 1850 et n'atteignant 100 qu'en 1910 ; enfin le coefficient de dévalorisation diminuait fortement après la découverte de nouvelles mines et l'application de techniques plus perfectionnées.

Aussi bien, dès le début du XX^e siècle et surtout depuis la guerre, la poussée salariale s'accrut-elle considérablement, l'indice s'élevant à 557 en 1928 (1) tandis que le coefficient de dévalorisation restait sensiblement constant. De ce fait, les adaptations retardées durent s'effectuer avec une ampleur inaccoutumée. D'un coup en 1928, le prix du gramme d'or passa de 3 fr. 48 à 17 fr. 40.

La poussée salariale s'accroissant beaucoup plus rapidement que par le passé, les crises monétaires paraissent appelées à devenir plus fréquentes. La succession des dévaluations, dont la variation de l'indice salarial constitue la raison et la mesure, semble une loi inéluctable dont les faits confirment la logique.

Nécessité fatale, la dévaluation est présentée par les valoristes comme un bienfait, malgré ses inconvénients.

Les théories valoristiques révèlent que les besoins monétaires croissent plus rapidement que les existences monétaires ; les premiers étant proportionnels à l'indice salarial et à l'indice démographique ; les secondes, dépendant du produit de trois facteurs : le poids de l'encaisse-or de l'Institut d'Emission, le cours légal de l'or, l'inverse du coefficient légal de couverture. Si, par un moyen quelconque, le nombre de signes monétaires mis en circulation n'est pas augmenté, il arrive, après un temps plus ou moins long, que les existences monétaires ne suffisent plus aux besoins. La hausse des salaires et celle des prix, condition de la prospérité, s'arrêtent ; puis les uns et les autres commencent à fléchir tandis que le chômage apparaît. Le point monétaire critique est atteint, la prospérité prend fin. Des phénomènes auto-amplificateurs d'ordre technique ou psychologique peuvent accentuer ou prolonger la dépression. A l'anémie circulatoire résultant automatiquement du développement normal des échanges, ils ajoutent une congestion monétaire parfois fort grave qui se traduit d'abord

(1) La progression de l'indice peut être attribuée, en particulier, à l'amélioration des niveaux d'existence, à la généralisation des clauses indiciaires dans la fixation des salaires, ainsi qu'à la distribution par l'Etat de secours de chômage qui ne permettent plus à ce dernier phénomène de freiner la poussée salariale.

par l'arrêt des achats, une recrudescence de la thésaurisation, le retrait des crédits, puis par une déflation continue et désastreuse.

Pour éviter la crise, il convient donc que les Pouvoirs Monnayants créent sans cesse en quantité croissante des signes monétaires. De longues périodes de prospérité ont d'ailleurs toujours suivi les grandes émissions de monnaie, notamment après la découverte des mines d'or, la création des billets de banque et l'institution de certains systèmes de crédit.

Pour remédier à l'insuffisance monétaire, les Etats, au cours des siècles, ont employé divers procédés. Ils ont confisqué des biens et battu de la fausse monnaie ; ils ont introduit la vénalité des charges, accru les impôts, émis des emprunts. Puis ces moyens d'efficacité secondaire et pour la plupart devenus inapplicables restant insuffisants, ils ont agi inconsciemment sur les facteurs principaux de la courbe des existences monétaires, mais les méthodes se sont révélées de portée inégale. L'augmentation de l'encaisse-or, toujours limitée et souvent impossible, entraîne de graves perturbations internationales. L'adjonction à l'or d'autres métaux précieux présente à longue échéance, par suite de l'évolution différente de la valeur commerciale des métaux, des inconvénients considérables qui vont souvent à l'encontre des buts recherchés. La diminution du coefficient de couverture ne peut dépasser certains pourcentages et augmente les difficultés qui assaillent l'Institut d'Emission lors des crises monétaires. Le Crédit, quelque forme qu'on lui donne, est toujours temporaire et à la merci de la bonne volonté des prêteurs. Ne constituant pas une véritable monnaie, ses effets n'atteignent pas toutes les activités de la Nation. Il peut élargir momentanément le cadre des disponibilités monétaires, mais il complique le système des échanges et le rend plus délicat. Opération essentiellement inachevée, il doit nécessairement, à la fin des manœuvres auxquelles il donne lieu, augmenter les nécessités monétaires. Loin d'être un remède, il constitue plutôt un toxique.

Aussi bien tous ces procédés qui peuvent parfois obvier, dans une certaine mesure et pour un certain temps, à l'insuffisance des moyens monétaires, n'assurent pas forcément la diffusion de ceux-ci et, remède à l'anémie circulatoire n'empêchent pas la congestion monétaire. La thésaurisation persiste malgré leur emploi qui ne sert souvent qu'à renforcer ses avantages. En fait, la meilleure méthode pour augmenter les signes monétaires et

assurer leur circulation automatique semblerait la dévaluation qui, par sa seule réalisation, permet la création de signes nouveaux et, donnant une prime à la déthésaurisation, élimine au moins les causes monétaires des difficultés économiques. Cette opération présenterait donc une valeur technique certaine. Son renouvellement garantirait la continuité d'une aisance monétaire indispensable, mais essentiellement précaire.

Les valoristes attribuent la prospérité de la France aux XIII^e et XIV^e siècles, ainsi que la hausse continue des prix au XV^e siècle, aux augmentations fréquentes que les Rois firent subir à la valeur légale des pièces métalliques, dès que le cours commercial de l'or dépassait en moyenne celle-ci de 5 %. Ils imputent la fréquence des crises depuis le XIX^e siècle, à l'institution du nouveau système, qui, assignant à la monnaie une valeur invariable, interdit d'augmenter comme il convient les existences monétaires, pour obliger en fin de compte à recourir aux mêmes procédés que les rois, à ceci près que le retard apporté aux dévaluations, exige des dépréciations énormes et en accroît les inconvénients.



Les théories valoristiques ont le mérite de proposer un enchaînement peut-être contestable mais frappant de phénomènes indiscutables.

Quelle que soit l'opinion que l'on porte sur les dévaluations et bien que la complication de l'économie moderne, ses tendances sociales, rendent de plus en plus dangereux le recours aux méthodes des souverains de jadis, il est à craindre que ces opérations ne continuent à rester la seule solution aux difficultés inéluctables qu'entraînent les systèmes monétaires généralement adoptés à l'heure actuelle. L'histoire n'est qu'une suite de variations sur un nombre très limité de thèmes qui sont éternels.

Cependant, certains Etats essayent de se dégager du régime classique de l'étalon d'or. Un nouveau système paraît devoir s'y substituer où l'or ne sera plus lié à la monnaie, mais où il demeurera la commune mesure des règlements internationaux, et le placement d'épargne type. Des expériences récentes semblent montrer que de la monnaie primitive, caractérisée par un poids d'or, instrument d'épargne plus que de salaire, et du système perfectionné

constitué par le régime bi-fonctionnel (1) conventionnel où le billet de banque représente une certaine quantité de monnaie et vaut non plus intrinsèquement mais légalement un certain poids d'or, l'on s'oriente, parcourant une étape nouvelle, vers un régime mono-fonctionnel conventionnel où la monnaie salariale pure, affranchie de toute liaison rigide avec l'or, mais conservant avec lui un change journalier, quittera sa fonction de placement pour garder sa valeur exclusive de paiement.

La dévaluation belge n'a pas marqué l'adoption d'un nouveau régime. Elle est restée dans la ligne des dépréciations monétaires classiques. Opération scientifique, elle eut du moins le mérite d'être consciente. Elle peut, de ce fait, être considérée comme le modèle des dévaluations qui ne cesseront de s'imposer, tant que persisteront les systèmes monétaires fondés sur un rattachement rigoureux de la monnaie à l'or et que la valeur commerciale de l'or suivra la même évolution.

VU : *Le Président de thèse,*
M. LESCURE.

VU : *Le Doyen :*
G. RIPERT.

VU et permis d'imprimer :
Le Recteur de l'Académie de Paris,
ROUSSY.

(1) Le Régime monétaire bi-fonctionnel étant celui où la monnaie accomplit deux fonctions à la fois : valant des salaires qu'elle permet de payer, valant de l'or qu'elle permet d'acquérir en vertu du « standard or ».

Calendrier de la dévaluation

I. — Evénements généraux

Juillet 1929	Premiers symptômes de la crise mondiale.
21 septembre 1931	L'Angleterre abandonne l'étalon-or.
Juillet 1932	La crise arrive à son point culminant.
4 mars 1933	Avènement du Président Roosevelt.
19 avril 1933	L'Amérique abandonne l'étalon-or.
16 février 1934	La Tchécoslovaquie dévalue sa monnaie d'un sixième.
Octobre 1934	Conférence des Pays du Bloc-Or, à Bruxelles.
8 juin 1935	Pouvoirs discrétionnaires accordés au Gouvernement Laval pour défendre le franc français.

II. — Evénements nationaux

Juillet 1932	Grèves et émeutes dans le Hainaut. — Arrêt de la déflation des salaires.
31 mai 1933	Arrêts de déflation (indemnité de chômage).
16 mai 1934	Discours par T. S. F. de M. Jaspar, qui annonce une déflation plus poussée.
12 juin 1934	Constitution du nouveau Gouvernement de Broqueville.
31 juillet 1934	Pleins pouvoirs au Gouvernement de Broqueville pour réaliser le redressement économique et financier et l'abaissement des charges publiques.
22 août 1934	Premiers arrêts du Gouvernement de Broqueville, organisant l'extension des crédits.
Octobre 1934	Discours à Roulers, de M. Sap, Ministre des Finances, qui réclame une déflation plus énergique.
5 octobre 1934	Nouvelle baisse de 5 % du traitement des fonctionnaires.
13 novembre 1934	Démission du Gouvernement de Broqueville.
19 novembre 1934	Constitution du Gouvernement Theunis.
Décembre 1934	Emprunt de 100 millions de florins en Hollande, emprunts en France.
	Contrôle des Prix.
	Mesures destinées à réprimer les attaques portées au Crédit de l'Etat.
	Réduction du taux d'escompte de la Banque Nationale.
Janvier 1935	Arrêté royal instituant l'échelle mobile pour les traitements et salaires.
	Réduction des tarifs de chemins de fer.
	Réduction des créances hypothécaires et privilégiées.
15 mars 1935	Accélération des exportations d'or.
17 mars 1935	Entretien des Ministres belges avec les Ministres français à Paris.

- 18 mars 1935 Instauration du contrôle des changes.
- 19 mars 1935 Démission du Gouvernement Theunis.
- 25 mars 1935 Constitution du Gouvernement van Zeeland.
- 29 mars 1935 Déclaration ministérielle et annonce de la dévaluation. — Commencement des débats parlementaires.
- 30 mars 1935 La dévaluation est votée le matin à la Chambre et le soir au Sénat.
- 31 mars 1935 Arrêté fixant le cours d'achat et de vente des devises étrangères par le Fonds d'égalisation des changes sur la base d'un belga, égale : 0,150.632 gramme d'or fin.
- 1^{er} avril 1935 La dévaluation devient effective.
- 1^{er} au 26 avril 1935 Abolition progressive des restrictions aux transactions sur devises.
- 2 avril 1935 Mesures pour ordonner l'affichage des prix de détail et surveiller le coût de la vie.
- 5 avril Enquête judiciaire sur les circonstances qui ont précédé la dévaluation.
- 5-7 avril Accords commerciaux avec la France et l'Angleterre pour éviter le dumping à l'exportation.
- 16 avril Convention avec la Banque Nationale. La dette de l'Etat est ramenée de 1.370 à 500 millions.
- 2 mai Dégrèvements fiscaux pour un total d'environ 200 millions.
- 6 mai Réduction de l'incidence des droits de douane ad valorem qui restent calculés d'après les cours des changes antérieurs à la dévaluation.
- Mesures répressives contre les hausses injustifiées des prix.
- 11 mai Conversion des emprunts intérieurs de l'Etat en une rente unifiée 4 %.
- Création d'un Fonds de Régularisation du marché des rentes.
- 12 mai Conversion des Rentes.
- 15 mai Le taux d'escompte de la Banque Nationale est ramené à 2 %.
- 13 juin Création d'un Institut de Réescompte et de garantie (doté de 200 millions) pour faciliter la mobilisation des créances. L'Etat donne sa garantie de bonne fin à concurrence de 2 milliards. L'Institut sera présidé par M. Theunis.
- 9 juillet Arrêté sur le contrôle des banques et le régime des émissions de titres et valeurs. — Création de réviseurs assermentés et d'un commissaire bancaire.
- 11 août 200 millions de francs sont inscrits au budget extraordinaire de 1935 pour lutter contre le chômage.
- 24 août Programme de grands travaux de 3.500 millions à exécuter de 1935 à 1938.
- 4 septembre Les traitements des fonctionnaires sont relevés à partir du 1^{er} octobre, de 90 à 95 % des tarifs de base.
- 2 décembre Suppression de certains contingentements industriels.
- 23 décembre Conversion des emprunts communaux et provinciaux.
- 30 décembre L'augmentation de 5 % des traitements, liée à l'établissement de l'indice au-dessus de 683 et due pour le premier trimestre 1936, sera payée en plusieurs versements après le 30 avril.

1936

7 janvier

Constitution d'un Office Central de Crédit Hypothécaire et nouvelle législation des prêts hypothécaires.

13 février

Conversion de la Dette Extérieure.

31 mars

Dévaluation définitive et stabilisation légale du franc à 72 % de l'ancien pair, soit 1 franc égale 0,030.126.4 gramme d'or fin. Suppression du Fonds d'Egalisation des Changes.

La Banque Nationale assure de nouveau la convertibilité de ses billets en lingots ou en devises-or sur la base du nouveau pair.

Création d'un Office de Liquidation des Interventions de crise, pour mettre fin aux interventions exceptionnelles de l'Etat dans le domaine du crédit. Les opérations de la Société Nationale de Crédit à l'Industrie lui sont transférées.

Arrêté modifiant les lois fiscales. Est précisée la partie des plus-values en capital qui sont imposables au titre des bénéfices industriels, commerciaux et agricoles. Sont exemptes d'impôt les plus-values provenant de l'accroissement de valeur des stocks, consécutive à la dévaluation dans la limite de 20 à 30 % de la valeur portée aux bilans des deux dernières années.

ANNEXE II.

Note (1) sur les conséquences d'une dévaluation éventuelle

I. — BUDGET

Effets immédiats. — Un certain déficit apparaîtra du fait que la dette étrangère sera plus lourde et qu'une hausse légère des prix intérieurs se manifesterà.

Les droits de douane ad valorem auront un rendement meilleur, mais ils ne sont pas nombreux dans notre tarif.

Au total, il semble que le déficit prévaudra, mais il ne sera pas marqué et il sera de brève durée, de sorte qu'il ne doit pas être pris en considération ici.

Effets lointains. — Le budget sera mis en boni par l'augmentation des recettes de toute espèce. Cette augmentation viendra de la hausse des prix qui influencera notamment le rendement de la taxe de transmission; elle viendra également de la reprise des affaires que l'on sera en droit d'espérer.

Quant aux dépenses de l'Etat, elles croîtront mais dans une plus faible mesure. Il faudra les empêcher de remonter dans les cas où elles n'auront pas baissé proportionnellement à la chute de l'index des dernières années.

II. — COMMERCE

Exportation. — Elle sera stimulée, mais dans une mesure modérée à cause des contingentements et du protectionisme à l'étranger.

Importation. — Elle sera plus coûteuse puisque nous la payons en monnaie étrangère.

Notre balance sera déficitaire dans les premiers mois, mais ensuite elle redeviendra normale. Au total, ici non plus il n'y a pas d'inquiétude à concevoir.

(1) Note remise par le Professeur BAUDRUIN à M. SAP, Ministre des Finances, le 20 juin 1934.

III. — PRIX

a) *Prix de gros.* — Leur hausse sera assez rapide, mais elle ne correspondra pas entièrement à celle du prix de l'or.

b) *Prix de détail.* — La hausse sera plus faible encore, du fait qu'une marge de baisse existe encore aujourd'hui.

A notre avis, il est possible que les prix de gros se mettent à mi-chemin entre leur niveau actuel et celui qui correspondrait au cours de l'or après la dévaluation.

Quant aux prix de détail, ils ne monteraient probablement pas au delà du tiers de cette marge.

IV. — AFFAIRES

Elles seront stimulées en partie par le progrès de l'exportation, en partie par la suppression de la tendance à la baisse qui se manifeste actuellement dans tous les domaines. Cette tendance, on le sait, est déprimante.

Le stimulant donné aux affaires sera-t-il précaire ? Dans une certaine mesure, oui, mais dans l'ensemble non. Il ne faut pas le comparer à celui que l'on a pu observer durant la période d'inflation en Belgique.

V. — CRÉANCES ET ÉQUITÉ

La dévaluation, consistant en une réduction arbitraire, est une injustice. On peut cependant faire observer que cette injustice n'existerait pas pour les créances datant de 1928 à 1930. On doit ajouter que la mesure consoliderait beaucoup de créances actuellement compromises.

Au total, il est évident que ceci constitue le plus sérieux des reproches qu'on doit faire à la dévaluation.

VI. — LES CLASSES MOYENNES

On dit souvent qu'elles seraient écrasées par la dévaluation ; c'est faux, et il convient de ne pas insister sur cette idée. D'une part elles trouveraient la consolidation de certaines créances actuellement compromises ; d'autre part, les classes moyennes indépendantes bénéficieraient de l'atténuation de la crise commerciale et des facilités résultant de la hausse des prix. Quant aux classes moyennes, non indépendantes, leur rémunération variant avec l'index, elles se retrouveraient simplement dans la situation qui était la leur il y a quelques années.

VII. — EFFET MORAL

Il serait bien entendu déplorable. La dévaluation constituerait un précédent dangereux, qui pourrait mener à des interventions arbitraires. C'est la porte ouverte à l'électoratisme, ainsi qu'on l'a vu au Danemark. Une monnaie doit rester indépendante de la volonté des hommes et des gouvernements, parce que les uns et les autres sont faibles.

La dévaluation est surtout dangereuse à cet égard parce qu'on y verra le moyen par lequel les affaires auront repris. Le même résultat peut être obtenu par les moyens classiques, mais il faut pour cela réduire énergiquement les frais de production, qui actuellement demeurent en arrière.

CONCLUSION

1° Un effort doit être fait en vue de la réduction de tous les frais de production : impôts, tarifs des chemins de fer, charges de toute espèce ;

2° Si l'on ne se sent pas la force de réaliser cette réduction, il faut dévaluer après avoir pris contact officiellement avec la Hollande et avec la Suisse ;

3° La dévaluation n'étant pas ce que l'on croit, et comme elle est une éventualité à ne pas écarter à priori, il convient de ne pas la présenter comme on l'a fait jusqu'ici. Il faut cesser de parler de stimulant factice, d'écrasement des classes moyennes et de l'épargne.

20 juin 1934.

ANNEXE III.

Indice des prix de gros

Indice des prix de détail

(Base avril 1914 = 100)

I. — Moyenne annuelle :

1928	843	820
1929	851	874
1930	744	874
1931	626	714
1932	532	720
1933	501	705
1934	473	666
1935	520	654

II. — Indice mensuel :

	1934	1935	1936	1934	1935	1936
Janvier	484	472	581	695	642	685
Février	483	466	582	687	632	683
Mars	478	464	578	677	621	678
Avril	474	531		670	629	
Mai	470	552		662	638	
Juin	472	555		653	649	
Juillet	471	553		654	654	
Août	474	552		659	662	
Septembre	470	560		660	670	
Octobre	467	574		664	684	
Novembre	466	582		663	689	
Décembre	468	573		663	684	

ANNEXE IV.

Indice des prix de gros agricoles

(1933 = 100)

Matières premières

	1931	1932	1933	1934	1935	1935 Val. or	1936	1936 Val. or
Janvier	131	102	106	91	84		113	81
Février								
Mars								
Avril	138	104	103	82	98	71	113	81
Mai								
Juin								
Juillet	117	101	97	85	98	71		
Août								
Septembre								
Octobre	114	101	91	98	111	80		
Novembre								
Décembre								

Source : Institut des Sciences Economiques de Louvain.

Demi-produits

	1931	1932	1933	1934	1935	1935 Val. or	1936	1936 Val. or
Janvier	135	105	104	96	88		116	83
Février								
Mars								
Avril	129	100	98	86	102	73	116	83
Mai								
Juin								
Juillet	125	98	101	88	109	78		
Août								
Septembre								
Octobre	113	106	95	91	119	86		
Novembre								
Décembre								

Source : Institut des Sciences Economiques de Louvain.

Produits finis

	1931	1932	1933	1934	1935	1935 Val. or	1936	1936 Val. or
Janvier	128	102	102	94	91		110	79
Février								
Mars								
Avril	121	97	98	87	95	68	106	75
Mai								
Juin								
Juillet	119	97	100	87	96	69		
Août								
Septembre								
Octobre	112	101	98	91	111	80		
Novembre								
Décembre								

Source : Institut des Sciences Economiques de Louvain.

Indice des prix de gros industriels

(1933 = 100)

Matières premières

	1931	1932	1933	1934	1935	1935	1936	1936
						Val. or		Val. or
Janvier	153	124	101	98	94		145	104
Février								
Mars								
Avril	149	109	97	97	121	87	144	104
Mai								
Juin								
Juillet	141	103	102	94	129	93		
Août								
Septembre								
Octobre	128	105	99	95	140	101		
Novembre								
Décembre								

Source : Institut des Sciences Economiques de Louvain.

Demi-produits

	1931	1932	1933	1934	1935	1935	1936	1936
						Val. or		Val. or
Janvier	142	113	99	97	94		116	83
Février								
Mars								
Avril	140	107	99	98	107	77	120	86
Mai								
Juin								
Juillet	133	101	103	93	112	81		
Août								
Septembre								
Octobre	125	101	99	98	118	85		
Novembre								
Décembre								

Source : Institut des Sciences Economiques de Louvain.

Produits finis

	1931	1932	1933	1934	1935	1935	1936	1936
						Val. or		Val. or
Janvier	126	109	100	97	89		105	76
Février								
Mars								
Avril	124	105	100	95	98	71	106	76
Mai								
Juin								
Juillet	119	100	101	92	101	73		
Août								
Septembre								
Octobre	114	102	99	90	100	75		
Novembre								
Décembre								

Source : Institut des Sciences Economiques de Louvain.

ANNEXE V.

Index des prix de gros à la fin de février 1936

(1914 = 100)

	Niveau à fin février	Hausse depuis la dévaluat. %
I. Produits destinés à l'alimentation	520	32
II. Combustibles	618	7
III. Goudron et dérivés	660	34
IV. Produits des industries métallurgiques	528	41
V. Pétroles et dérivés	903	16
VI. Produits des industries céramiques	796	13
VII. Produits des industries verrières	445	néant
VIII. Produits chimiques	533	18
IX. Engrais chimiques	434	17
X. Matières grasses	510	37
XI. Produits des industries textiles	652	36
XII. Matériaux de construction	626	11
XIII. Produits résineux	575	5
XIV. Produits des industries des cuirs et peaux	522	36
XV. Tabac	545	— 14
XVI. Produits des industries du papier	564	9
XVII. Caoutchouc brut	128	47
Moyenne	582	25

ANNEXE VI.

Données statistiques

PRIX DE DETAIL DEPUIS LA DEVALUATION

(moyennes en francs pour le royaume)

		15 mars 1935	15 mars 1936	Différence	Pourcen- tage en %
1. Pain	kilo	1,10	1,95	+ 0,85	+ 77
2. Pommes de terre	kilo	0,55	0,79	+ 0,24	+ 43
3. Lait	litre	1,35	1,44	+ 0,09	+ 6,6
4. Œufs	pièce	0,33	0,45	+ 0,12	+ 36
5. Beurre de ferme	kilo	17,60	21,20	+ 3,60	+ 18
6. Beurre de laiterie	kilo	19,82	23,09	+ 3,27	+ 16
7. Graisse de bœuf	kilo	4,34	5,85	+ 1,51	+ 34
8. Entrecôte filet	kilo	19,61	25,38	+ 5,30	+ 27
9. Haché	kilo	9,80	10,63	+ 0,83	+ 8,2
10. Bouilli	kilo	9,41	10,03	+ 0,62	+ 6,5
11. Côtelettes de porcs	kilo	13,61	16,50	+ 2,89	+ 21
12. Lard du pays	kilo	7,07	11,44	+ 4,37	+ 61
13. Saindoux indigène	kilo	6,39	10,63	+ 4,24	+ 65

		15 mars 1935	15 mars 1936	Différence	Pourcen- tage en %.	
14. Boudin noir	kilo	7,05	7,95	+ 0,90	+ 12	
15. Pâté de foie	kilo	12,96	14,21	+ 1,25	+ 9,6	
16. Hareng saur	pièce	0,88	0,95	+ 0,07	+ 8	
17. Café	kilo	18,64	18,39	— 0,25	— 1,3	
18. Chicorée	kilo	3,31	3,26	— 0,05	— 1,5	
19. Riz	kilo	2,06	2,61	+ 0,55	+ 26	
20. Sucre	kilo	3,40	3,80	+ 0,40	+ 11	
21. Haricots du Danube	kilo	1,61	1,99	+ 0,38	+ 23	
22. Huile d'olive	litre	11,31	11,95	+ 0,64	+ 23	
23. Huile d'arachide	litre	5,18	6,41	+ 1,23	+ 23	
24. Vinaigre	litre	3,46	3,50	+ 0,04	+ 1,1	
25. Sel de cuisine	kilo	0,58	0,58	—	—	
26. Margarine	kilo	7,60	8,40	+ 0,80	+ 11	
27. Cacao	kilo	17,85	18,23	+ 0,38	+ 2,1	
28. Chocolat	kilo	9,31	9,05	— 0,26	— 2,7	
29. Thé Souchong	kilo	33,82	36,61	+ 2,79	+ 8,2	
30. Macaroni	kilo	5,97	6,21	+ 0,24	+ 4	
31. Sardines	botte	3,58	4,09	+ 0,51	+ 14	
32. Bière de ménage (au tonneau)	litre	0,83	0,85	+ 0,02	+ 2,5	
33. Savon mou	kilo	1,70	2,25	+ 0,55	+ 38	
34. Savon	kilo	2,00	2,18	+ 0,18	+ 9	
35. Brosse en chiendent	pièce	3,50	3,65	+ 0,15	+ 4,2	
36. Torchons	pièce	3,75	4,36	+ 0,61	+ 16	
37. Bougies	paquet	2,81	2,74	— 0,07	— 2,4	
38. Allumettes	paquet	1,07	0,85	— 0,22	— 25	
39. Charbon tout venant ..	1.000 kgs	204,20	221,53	+ 17,33	+ 8,4	
40. Gaz	m3	0,87	0,91	+ 0,04	+ 4,7	
41. Electricité	kwh.	1,74	1,75	+ 0,01	+ 0,5	
42. Sabots	paire	8,48	8,39	— 0,09	— 1	
43. Chemise homme, coton ..	pièce	29,08	30,26	+ 1,18	+ 4	
	toile, ..	pièce	42,01	44,05	+ 2,04	+ 4,8
44. Col Richmond	pièce	4,82	5,16	+ 0,34	+ 7	
45. Chaussettes, travail	paire	9,15	9,39	+ 0,24	+ 2,6	
46. Chaussettes	paire	13,65	15,19	+ 1,54	+ 11	
47. Casquette, travail	pièce	12,55	12,84	+ 0,29	+ 2,3	
	do pour s'habiller	pièce	23,05	23,85	+ 0,80	+ 3,4
48. Chapeau boule	pièce	55,22	58,94	+ 3,72	+ 6,7	
49. Costume veston sur mesure	pièce	587,25	618,19	+ 30,94	+ 5,2	
50. Chaussures homme	paire	102,89	110,76	+ 7,87	+ 7,6	
51. Ressemelage complet p ^r homme		23,46	24,23	+ 0,77	+ 3,2	
52. Tabac pour la pipe	kilo	27,00	27,11	+ 0,11	+ 4	

Evolution du chômage

1. Statistique mensuelle. Nombre de chômeurs.

A fin de mois	Complets	Partiels
1934 :		
Janvier	207.000	184.000
Février	197.000	179.000
Mars	183.000	163.000
Avril	188.000	170.000
Mai	170.000	163.000
Juin	165.000	163.000
Juillet	168.000	176.000
Août	165.000	169.000
Septembre	173.000	156.000
Octobre	173.000	153.000
Novembre	193.000	151.000
Décembre	213.000	168.000
1935 :		
Janvier	223.000	158.000
Février	221.000	157.000
Mars	207.000	148.000
Avril	181.000	127.000
Mai	160.000	114.000
Juin	146.000	104.000
Juillet	138.000	109.000
Août	136.000	107.000
Septembre	137.000	109.000
Octobre	131.000	95.000
Novembre	143.000	93.000
Décembre	162.000	102.000
1936 :		
Janvier	167.000	100.000
Février	168.000	101.000

ANNEXE VIII.

Banque Nationale de Belgique

Moyennes annuelles et mensuelles des situations hebdomadaires (1)

(en milliers de francs)

1935 :

Dates	Encaisse-or	Portefeuille effets sur la Belgique et valeurs-or sur l'étranger	Avances sur fonds publics	Bons annuités et titres d'obli- gations du Trésor belge (Loi du 27.12.1930 et du 19.7.1932)	Billets en circulation	Comptes courants		Total des engagem. à vue
						Particu- liers	Trésor	
Janvier	12.747.604	3.634.323	732.452	1.699.257	17.984.917	1.192.494	228.549	19.405.960
Février	12.676.946	3.243.783	995.873	1.699.257	18.096.011	901.572	222.701	19.220.284
Mars	12.005.992	3.876.579	1.300.103	1.699.257	18.412.439	926.125	165.880	19.504.444
Avril	14.040.481	5.226.903	992.529	829.349	19.155.852	2.239.122	180.914	21.575.888
Mai	15.763.803	6.178.846	722.491	829.349	19.485.537	4.345.621	129.028	23.960.186
Juin	17.915.697	7.337.858	560.995	829.349	20.278.499	6.658.363	158.344	27.095.206
Juillet	17.733.321	7.125.365	606.822	811.622	20.392.510	6.242.033	121.887	26.756.430
Août	17.531.907	7.010.613	614.149	811.622	20.627.706	5.641.582	131.137	26.400.425
Septembre	17.077.045	6.716.754	602.078	811.622	20.680.995	4.834.104	129.459	25.644.558
Octobre	17.286.892	6.824.295	576.349	811.622	20.982.434	4.841.859	118.536	25.942.829
Novembre	17.249.784	6.750.347	561.059	811.622	20.820.833	4.815.932	207.313	25.814.079
Décembre	17.334.770	6.528.958	489.433	811.622	20.668.636	4.785.032	200.288	25.653.956

1936 :

Janvier	17.033.199	6.295.633	441.095	801.509	20.620.771	4.325.027	129.548	25.075.346
Février	16.913.177	6.118.025	407.275	798.981	20.416.458	4.213.072	97.053	24.726.584
Mars	16.634.810	5.889.113	455.738	798.981	20.722.516	3.510.855	86.020	24.294.893

(1) Source : Bulletin d'information et de documentation de la Banque Nationale de Belgique.

Fluctuation des titres de la Bourse de Bruxelles en 1935

I. — Titres à revenu fixe

	Rentes belges	Provinces et Communes	Obliga- tions 4 %	Obliga- tions 6 %	Obligations Indice génér.
Janvier	119	126	128	103	117
Février	119	127	130	105	118
Mars	120	127	132	105	119
15 mars	112	125	129	102	114
Avril	118	126	123	103	115
Mai	123	126	130	106	119
Juin	122	131	138	107	122
Juillet	118	132	139	109	122
Août	120	132	139	109	123
Septembre	119	134	141	110	124
Octobre	119	131	141	110	123
Novembre	119	132	139	109	122
Décembre	119	134	140	110	123

II. — Titres à revenu variable

1935 :

	Banques	Entreprises immobi- lières hypothécaires	Tramways Chem. fer économ. et vicinaux	Tramways Electricité (Trusts)	Gaz et Electricité	Industries métallurgiques	Charbonnages	Zinc Plombs Mines	Glaces Verreries	Textiles et Soieries	Coloniales	Divers y compris Alimentation Papeteries Sucreries	Indice général
Janvier	25	24	24	20	45	33	45	10	39	14	14	25	27
Février	24	24	24	20	45	32	46	11	38	14	15	25	27
Mars	23	23	23	19	43	29	43	9	37	13	14	23	25
15 mars	23	24	22	20	44	30	43	9	38	13	16	23	26
Avril	29	31	28	25	50	42	55	13	48	19	19	28	32
Mai	32	40	31	31	54	45	62	16	57	26	26	35	38
Juin	33	42	33	32	57	50	80	22	59	28	26	37	40
Juillet	31	39	30	30	54	44	76	20	59	26	24	33	37
Août	30	34	27	29	53	42	72	18	56	24	25	30	36
Septembre	29	33	25	26	50	39	66	17	56	23	23	28	33
Octobre	29	31	24	26	50	42	64	17	56	23	23	28	33
Novembre	30	32	26	28	54	48	75	22	60	29	27	31	36
Décembre	31	33	27	28	55	52	80	22	63	29	27	31	37

ANNEXE X.

Loi monétaire du 30 mars 1935 (de dévaluation)

ARTICLE PREMIER. — L'obligation faite à la Banque Nationale de Belgique de rembourser ses billets, selon les termes de l'article 8 de l'arrêté royal du 25 octobre 1926 relatif à la stabilisation monétaire, est suspendue.

ART. 2. — Dès que les circonstances le permettront, le Roi, par arrêté, délibéré au Conseil des Ministres, définira la nouvelle parité du franc avec l'or. Cette parité ne sera toutefois ni inférieure à soixante-dix pour cent, ni supérieure à soixante-quinze pour cent de la parité déterminée par l'article 8 de l'arrêté royal du 25 octobre 1926.

ART. 3. — Le Roi fixe par un arrêté, délibéré en Conseil des Ministres, la Banque Nationale entendue, et dans les limites de l'article 2 ci-dessus, les cours auxquels les opérations d'achat et de vente des devises étrangères auront lieu jusqu'à ce que la nouvelle teneur en or du franc ait été définie.

Le Roi peut créer un « Fonds d'égalisation des changes » en vue d'établir et de maintenir ces cours. Il détermine les attributions et le fonctionnement de ce fonds.

ART. 4. — Les billets émis par la Banque Nationale de Belgique continuent à avoir leur cours légal.

Rien n'est modifié par les dispositions de la présente loi ni par les arrêtés à prendre en exécution de celle-ci, aux dispositions légales existantes quant à la force libératoire de ces billets et à l'obligation pour les caisses publiques et les particuliers de les recevoir comme monnaie légale nonobstant toute convention contraire.

ART. 5. — En attendant que la nouvelle teneur en or du franc ait été définie conformément à l'article 2, la Banque Nationale de Belgique réévaluera son encaisse-or et devises existant à la date du 29 mars 1935, sur la base de soixante-quinze pour cent de la parité ancienne.

Les accroissements d'actif résultant de la réévaluation de l'encaisse-or et des devises de la Banque Nationale de Belgique et de toutes cessions d'or, faites par elle, sont acquis au Trésor.

Le Roi affectera ces accroissements d'actif au Fonds d'égalisation des changes ou les emploiera aux fins de la politique de redressement économique.

ART. 6. — La présente loi est exécutoire dès le moment de sa publication.

Arrêté royal du 31 mars 1935, fixant la base des opérations d'achat et de vente des devises étrangères

ARTICLE PREMIER. — Les opérations d'achat et de vente de devises étrangères contre billets de banque, auxquelles procédera, en vertu de la loi du 30 mars 1935, le Fonds d'égalisation des changes, auront lieu sur la base d'un poids d'or fin de 0,150632 gramme au belga et en tenant compte des frais et commissions entrant normalement dans le calcul des points d'entrée et de sortie de l'or.

ART. 2. — Le présent arrêté entrera en vigueur le jour de sa publication au *Moniteur*.

BIBLIOGRAPHIE

LIVRES

- BAUDHUIN. — *Structure économique de la Belgique.*
» *La dévaluation du franc belge.*
» *La Belgique après le Centenaire.*
CHAUVET. — *La crise du système bancaire belge et sa réorganisation récente.*
CHESTRET DE HANEFFE (Baron de). — *Numismatique de la Principauté de Liège.*
CHLEPNER. — *Les Banques en Belgique.*
» *Le marché financier belge depuis 100 ans.*
CLOQUETTE (L.). — *Le rattachement du franc belge à la livre sterling.*
DUPRIEZ. — *La vérité sur la dévaluation.*
GUTT (C.). — *Pourquoi le franc belge est tombé.*
HOMMET & SMETS. — *Statut légal des Banques et des Banquiers.*
HUE (H.). — *La réforme monétaire en Belgique.*
LEMERCIER (L.). — *La catastrophe de la déflation.*
MASCLET (J.). — *Contribution à l'étude du franc luxembourgeois.*
MICHELET. — *Principes de valoristie.*
MOREAU. — *Déflation et dévaluation.*
» *Le problème monétaire en Belgique (Recueil de conférences données à Liège).*
ROGER (Ch.). — *Economic Control. The experiment of Belgium.*
» *L'évolution de l'économie belge et la politique du Gouvernement van Zeeland.*
SENNOR. — *La Haute Banque en Belgique.*
VANDENKERCKHOVE. — *La dévaluation.*
VOGHEL (Franz de). — *Contrôle des Banques.*
X. — *La crise de l'étalon or.*
X. — *Révision des valeurs.*
X. — *Compte rendu des travaux de la réunion d'Economistes organisée par la Chambre de Commerce d'Anvers, les 11, 12, 13 juillet 1935.*
-
- AFTALION. — *Monnaie, prix et change.*
» *Monnaie et industrie, les grands problèmes de l'heure présente.*
» *Expériences récentes et théories.*
AVENEL (D'). — *Découvertes d'histoire sociale.*
» *Nivèlement des jouissances.*
» *Histoire de la fortune française à travers les siècles.*
» *Les enseignements de l'histoire des prix.*
BLANCHET & DIEUDONNE. — *Manuel de la Numismatique française.*
BONNET (G.-E.). — *Les expériences monétaires contemporaines.*
BORIS. — *Problème de l'or et Crise mondiale.*
COLSON. — *Cours d'économie politique.*

- DESPAUX. — *Les dévaluations monétaires dans l'Histoire.*
 DELAISI. — *La bataille de l'or.*
 » *Les contradictions du monde moderne.*
 DURET. — *Economie dirigée. Expériences et plans.*
 GIDE (Ch.). — *Principes d'économie politique.*
 GIDE & RIST. — *Histoire des doctrines économiques.*
 GIGNOUX & LEGUEN. — *Le bureau des rêveries.*
 GUYOT & RAFFALOVITCH. — *Dictionnaire du Commerce, de l'Industrie et de la Banque.*
 LUCIUS. — *Faillite du capitalisme.*
 » *Rénovation du capitalisme.*
 LESQUIRE. — *Des crises générales et périodiques de surproduction.*
 MICHEL. — *La dévaluation belge. Une opération aussi délicate que décevante.*
 NOGARO. — *La crise économique et les Phénomènes monétaires contemporains.*
 NOYELLE. — *Utopie libérale. Chimère socialiste. Economie dirigée.*
 OUALID (W.). — *Politique monétaire (Annales du Droit et des Sciences sociales).*
 POSE. — *De la théorie monétaire à la théorie économique.*
 PIROU (G.). — *La crise du capitalisme.*
 PHILIP. — *La crise et l'économie dirigée.*
 RIST. — *Cours de doctorat.*
 ROMIER. — *Essais sur quelques problèmes économiques et monétaires.*
 SEE (H.). — *Si le capitalisme disparaissait.*
 SIMIAND (F.). — *La France économique et sociale au XVIII^e siècle.*
 » *Cours d'économie politique.*
 » *Inflation et stabilisation alternées. Le développement économique aux Etats-Unis.*
 TEILHAC. — *Fondement nouveau de l'Economie.*
 » *Rationalisation et Monnaie dirigée.*
 » *Les doctrines monétaires à l'épreuve des faits.*
 » *Conférences faites à l'Ecole des Sciences Politiques, par Fr. PIÉTRI, ALLIX, CÉLIER, etc...*

THESES

- DE LONGEAUX. — *Conséquences économiques de la stabilisation belge, (Paris 1928).*
 POISSON. — *Le dévaluation belge. Mars 1935 - mars 1936. (Paris 1936).*
 A. WORMSER. — *Dévaluation et déflation. (Paris 1938).*

REVUES

- Activité Economique (L').*
Bloc Boursier (Le).
Bulletin des Chambres de Commerce d'Anvers et de Bruxelles.
Bulletin du Comité Central Industriel.
Bulletin d'Information de la Banque Nationale.
Bulletin de l'Institut des Sciences Economiques de Louvain.
Bulletin et Publications de la Société des Ingénieurs de Belgique.
Comptes rendus des Travaux de la Société d'Economie Politique de Belgique.
Essor (L').
Expansion Belge et l'Exportation Réunies (L').
Revue Belge (La).
Revue du Centre Polytechnicien d'Etudes Economiques.
Revue Economique Internationale.
Revue des Sciences Economiques de Liège.

Revue de la Société Belge d'Etudes et d'Expansion.
Revue des Sciences Economiques de l'Université de Liège.
Revue du Travail.
Vie Economique et Sociale (Anvers) (La).
Bulletin de la Société d'Etudes et d'Information Economiques.
Europe Nouvelle.
Pour et Contre.
Publication du Bureau International du Travail et de la Société des Nations.
Question du jour.
Revue d'Economie Politique.
Revue de Paris.
Revue Politique et Parlementaire.
Travaux des Congrès des Economistes de Langue Française.

JOURNAUX

<i>De Boer.</i>	<i>Vingtième Siècle.</i>
<i>Echo de la Bourse.</i>	<i>L'Economiste Européen.</i>
<i>Gazette du Centre.</i>	<i>The Economist.</i>
<i>Indépendance.</i>	<i>Financial News.</i>
<i>Libre Belgique.</i>	<i>L'Information.</i>
<i>Métropole.</i>	<i>Le Journal des Nations.</i>
<i>Moniteur des Intérêts Matériels.</i>	<i>Le Journal du Commerce.</i>
<i>Nation Belge.</i>	<i>Le Journal Industriel.</i>
<i>Le Peuple.</i>	<i>Le Journal des Economistes.</i>
<i>Pourquoi Pas.</i>	<i>The Times.</i>
<i>Le Soir.</i>	<i>Le Temps.</i>

DOCUMENTS OFFICIELS ET STATISTIQUES

Annales des Mines, archives de différents Ministères.
Documents Parlementaires.
Moniteur Officiel.
Statistiques : Banque Nationale.
Boerenbond.
Centrale Socialiste.
Institut des Sciences Economiques de Louvain.
Ministère de l'Intérieur.

TABLE DES MATIÈRES

	pages
AVANT-PROPOS	
Evolution comparée de la situation mondiale et de la conjoncture belge de 1934 à 1937	1
CHAPITRE I. — La Belgique avant la dévaluation	1
SECTION I. — <i>Situation Economique</i>	3
A. L'Activité Economique	3
1) La Production industrielle	3
2) La Consommation	7
3) Les Echanges	9
4) Les Stocks	11
B. La rentabilité des entreprises	12
1) Prix, profits et dividendes	12
2) Recours au crédit bancaire	16
3) Rendement et rentabilité économique des entreprises	18
SECTION II. — <i>Situation financière</i>	21
A. Finances privées	21
1) Les banques jusqu'en 1934 et depuis 1934	22
2) Retrait des capitaux de la circulation	28
3) La crise de crédit	31
B. Finances Publiques	33
1) Réduction des dépenses et augmentation des impôts	34
2) Le crédit public	36
CONCLUSION : Aspects et dominantes de la crise	37
CHAPITRE II. — La dévaluation et l'opinion	41
SECTION I. — <i>Abandon de l'idée de déflation</i>	44
1) La déflation, son insuffisance, son inégalité et sa longueur..	44
2) Critique de la déflation imparfaite, puis de la déflation totale	50
3) Condamnation progressive de la déflation, d'abord dans les conditions du moment et au regard de la structure économique de la Belgique, puis dans son principe	55
SECTION II. — <i>Progrès de l'idée de dévaluation</i>	64
1) Les milieux dévaluationnistes	64
2) L'idée de dévaluation	67
La dévaluation, solution parmi beaucoup d'autres.	
La dévaluation moindre mal.	
La dévaluation seul remède.	
3) Conception de la dévaluation par l'opinion publique à la fin de 1934	69
4) La théorie de l'Ecole de Louvain	72
5) La thèse socialiste	76
CONCLUSION : La Bourse et l'opinion	78

	pages
CHAPITRE III. — La dévaluation	81
SECTION I. — Derniers efforts pour maintenir la <i>valeur du franc</i>	81
1) Le Ministère Theunis	82
2) Les dernières mesures	90
a : Emprunts à l'étranger.	
b : Le voyage à Paris.	
c : Le contrôle des changes.	
3) Les sorties d'or et la spéculation	98
4) Démission du Ministère Theunis	103
SECTION II. — <i>Le Ministère van Zeeland</i>	104
1) M. van Zeeland et ses collaborateurs	105
2) Difficultés à résoudre et solutions à adopter	108
Eventualité d'un rattachement du franc belge à la livre sterling.	
3) Le programme de M. van Zeeland	116
La déclaration ministérielle et les pleins pouvoirs.	
CHAPITRE IV. — Politique de la dévaluation	119
SECTION I. — <i>Politique monétaire</i>	120
1) Calcul de la dépréciation du Belga	120
2) Retour à l'étalon d'or	125
3) Contrats	128
a : Salaires des ouvriers frontaliers.	
b : Clearings.	
c : Contrats commerciaux.	
SECTION II. — <i>Politique financière</i>	138
1) Utilisation de la plus-value de l'encaisse-or de la Banque Nationale	138
2) Les Finances Publiques. — Les Conversions	142
3) Les Finances Privées et la politique de l'argent	146
SECTION III. — <i>Politique Economique</i>	150
La politique des prix et ses résultats.	
Intervention directe et indirecte du Gouvernement.	
SECTION IV. — <i>Politique Psychologique</i>	164
Formation de l'opinion publique par le Gouvernement.	
Enquête sur les responsabilités de la dévaluation.	
Impôt sur les bénéfices spéculatifs retirés de la dévaluation.	
CONCLUSION. — Caractères généraux de la <i>Politique de Dévaluation</i>	172
CHAPITRE V. — La situation de la Belgique après la dévaluation et les effets de l'opération monétaire	175
Méthode d'appréciation.	
Remarques générales et réserves d'ensemble.	
Les tendances fondamentales de l'évolution.	
SECTION I. — <i>Echanges commerciaux</i>	182
A. Commerce Extérieur	182
1) Les importations	183
2) Les exportations	186
3) La balance commerciale	191
4) Transit et Tourisme	192
B. Marché Intérieur	196
1) Accroissement de la protection et modification de « la tendance »	196
2) Evolution des Echanges	199

	pages
SECTION II. — <i>Production</i>	202
A. La situation de l'Industrie	202
1) Activité des entreprises	203
2) Rentabilité des entreprises	207
Augmentation de la marge bénéficiaire.	
Rendement théorique.	
Dividendes et intérêts.	
B. La situation de l'Agriculture	215
Les prix de vente.	
Les frais de production.	
SECTION III. — <i>Chômagés et Salaires</i>	221
A. Résorption du chômage	221
B. Mouvement des salaires	225
Salaires nominaux et salaires réels.	
La dévaluation et les diverses catégories de salariés.	
C. La dévaluation et la classe ouvrière	229
SECTION IV. — <i>Les Finances Publiques</i>	231
A. Le budget de l'Etat	231
1) Impôts	234
2) Dépenses	239
B. Le Budget extraordinaire	242
C. Le crédit public	244
D. Les porteurs de rentes	245
E. Les contribuables	247
SECTION V. — <i>Finances privées</i>	249
A. Les Banques	249
B. La monnaie	254
C. Loyer de l'argent et marché financier	256
D. Bourse et portefeuille	259
CONCLUSION Evolution du capital et du revenu de la Belgique à la suite de la dévaluation	262
CHAPITRE VI. Les leçons de la dévaluation belge	277
1) Examen d'ensemble de la dévaluation belge	277
2) Les originalités de la dévaluation belge	280
Les bonnes chances et la politique de dévaluation.	
3) Confrontation des théories sur la dévaluation avec l'expérience belge	287
A. Préjugés Economiques	288
L'argument des prix.	
L'argument du commerce extérieur.	
L'activité économique, « piqure de morphine et perte de substance ».	
B. Préjugés financiers	291
L'argument du crédit.	
L'argument des Finances Publiques.	
La réévaluation de l'encaisse-or de l'Institut d'Emission.	
C. Préjugés sociaux	294
La dévaluation et les diverses classes de la société.	
Ce qu'il faut entendre par « l'injustice » et « l'immoralité » de la dévaluation.	

	Pages
4) Nature et traits essentiels d'une dévaluation	297
A. La dévaluation est un déséquilibre.	
B. La dévaluation est une affaire nationale.	
C. La dévaluation n'est pas une panacée.	
D. La dévaluation n'est pas une solution de facilité.	
E. La dévaluation est un hommage aux grandes lois de l'économie : Profit et étalon d'or.	
F. La dévaluation est un changement de « climat ».	
5) Dévaluation et déflation	304
Ressemblances et oppositions fondamentales de ces deux politiques.	
Leur emploi complémentaire.	
6) Fatalité et valeur des dévaluations	309

ANNEXES

Annexe I. — Calendrier de la dévaluation	321
Annexe II. — Note remise par le Professeur Baudhuin à M. Sap, Ministre des Finances, le 20 juin 1934, sur les conséquences d'une dévaluation éventuelle	323
Annexe III. — Indices généraux des prix de gros et des prix de détail....	325
Annexe IV. — Indices des prix de gros agricoles et des prix de gros industriels	326
Annexe V. — Index des prix de gros par catégorie d'industries	328
Annexe VI. — Evolution du prix des principaux produits alimentaires et objets de consommation courante	328
Annexe VII. — Evolution détaillée du chômage	330
Annexe VIII. — Moyennes annuelles et mensuelles des situations hebdomadaires de la Banque Nationale de Belgique	331
Annexe IX. — Fluctuation des titres à la Bourse de Bruxelles en 1935....	332
Annexe X. — Loi Monétaire du 30 Mars 1935 et arrêté d'application	333
BIBLIOGRAPHIE	335

